



**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan Varsayımlara İlişkin  
Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan Gerçekleşme ve  
Değerlendirme Raporu (2023 yılı 6 Aylık Mali Tablolara İlişkin)**

**MARGÜN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ  
TARAFINDAN SERMAYE PİYASASI KURULU'NUN VII-128.1 SAYILI  
PAY TEBLİĞİ'NİN 29/5 MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

**31.08.2023**

## 1. RAPORUN AMACI

Bu raporun amacı, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi uyarınca Şirket'in halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmedi ise nedeninin açıklanmasıdır.

## 2. DEĞERLEMeye İLİŞKİN VARSAYIM, SINIRLAYICI ŞART, ÖZEL VE OLAĞANDIŞI VARSAYIMLAR

Bu çalışma, Şirket tarafından sağlanan bilgiler kullanılarak hazırlanmış, Şirket'in mevcut yapısı ile geleceğe ilişkin kurumsal ve sektörel beklentiler değerlendirilmiştir. Bu süreçte Türkiye ekonomisinin gösterdiği ve ileride göstereceği tahmin edilen performans da dikkate alınmıştır. Şirket'in tabi olduğu mevzuatın öngördüğü yükümlülükleri yerine getireceği varsayılmış, yararlanılacak teşvikler konusunda bir değerlendirme yapılmamıştır.

Margün Enerji için değerlendirme ve fiyat tespit çalışmasında; Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 ile 30.06.2021 ve 30.06.2020 mali dönemlerine ait Özel Bağımsız Denetimden geçmiş olan finansal tabloları esas alınmıştır. Ayrıca Şirket yönetimi tarafından sağlanan satış yöntemi, ihale süreçleri, tahsilat ve ödeme koşulları gibi bazı bilgiler veri alınarak bu verilerin Şirket faaliyetlerini doğru olarak yansıttığı kabul edilmiştir.

Değerleme raporunun oluşturulmasında aşağıda sayılan varsayımlar kullanılmıştır:

- i) Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği,
- ii) Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı,
- iii) Türk ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden önemli oranda sapma göstermeyeceği.

Bu varsayımların Şirket değerlemesini doğrudan etkileyen sonuçları vardır. Değerlemede ayrıca olağanüstü herhangi özel bir varsayımda bulunulmamıştır.

Şirket değerlemesi, değeri etkileyebilecek ilgili tüm faktörlerin dikkate alınması ile hesaplanır. Bu faktörler genellikle şunları içerir:

- İşletmenin geçmişi
- Ekonomik yapı ve işletmenin içinde bulunduğu sektörün genel görüntüsü
- İşletmenin mali yapısı ve defter değeri
- İşletmenin kar yaratma kapasitesi
- İşletmenin, sabit ve dönen varlıklarının yapısı ve değerleri
- Aynı ya da benzer sektörlerdeki halka açık şirketlerin piyasa değerleri

### 3. FİYAT TESPİT RAPORUNDA KULLANILAN YÖNTEMLER

Değerleme çalışması; SPK'nın III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında yürütülmüş olup ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygundur. Buna göre; Şirket değerlemelerinde üç temel yaklaşım uygulanır. Bu temel değerlendirme yaklaşımlarının her biri farklı, ayrıntılı uygulama yöntemlerini içerir. Değerleme yaklaşımlarının uygun ve değerlendirilen varlıkların içeriği ile ilişkili olmasına dikkat edilmesi gerekir.

Bu yöntemler;

- a) Pazar Yaklaşımı, (Piyasa Çarpanları)
- b) Gelir Yaklaşımı, (İndirgenmiş Nakit Akımları İNA)
- c) Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımı

olarak sıralanabilir.

Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder.

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır.

Buna göre Margün Enerji'nin faaliyet gösterdiği sektör ve Cari Piyasa koşulları göz önüne alındığında; Margün Enerji için yapılan değerlendirme çalışmasında "**Piyasa Çarpanları**" ve "**Gelir Yaklaşımı**" yöntemleri kullanılmıştır.

#### 3.1. "PAZAR YAKLAŞIMI" YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Piyasa Çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemidir.

"Pazar Yaklaşımı" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında

- 1) "Piyasa Değeri / Defter Değeri" (PD/DD)
- 2) "Firma Değeri / FAVÖK" (FD/FAVÖK)
- 3) "Fiyat / Kazanç" (F/K)

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmıştır. Şirket'in ana faaliyet konusu müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapmak ve elektrik üretimidir. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda;

- (i) Yurtiçi Benzer Şirketler,
- (ii) (ii) Yurtdışı Benzer Şirketlerin

18.08.2021 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; Yurtiçi benzer şirketler ve Yurtdışı benzer Şirketler Margün Enerji'nin faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir. Baz alınan Benzer Şirketlerde alınan veriler çarpan analizi uygulanabilmesi için gerekli güvenilirliğe sahiptir.

Sonuç olarak Margün Enerji için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 4.146.857.094 TL'lik piyasa değerine ulaşılmıştır.

### **3.2. “GELİR YAKLAŞIMI” (İNA) YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ**

Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

Bu yönteme göre; şirketin gelecekte elde edeceği tahmin edilen nakit akımlarının, bugünkü değerine indirgenmesi sonucunda şirketin gerçek değerine ulaşılmaktadır. Esas faaliyet karından, vergi düşürülüp, amortisman eklenmek suretiyle ilgili yıla ait serbest nakit akımı hesaplanmaktadır. İlgili projeksiyon döneminde gerçekleşeceği varsayılan serbest nakit akımları da ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti (AOSM) ile bugüne indirgenip nihai olarak da net finansal borç düşülerek Şirket değeri tespit edilir.

Şirket'in “İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi”ne göre yapılan değerlemesinde 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 yayımlanan, 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. 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 altında yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı üretim faaliyeti gösteren tesisler 5346 sayılı Kanun, 6094 sayılı Kanun, 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu Kararı çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletilmektedir. Bu santrallerin geçici kabul tarihinden itibaren 10 yıl boyunca ürettiği

elektrik 13,3 ABD Doları cent/kWh fiyatla sisteme satılacaktır. Bu sürenin sonrasında elektrik satış fiyatının piyasa koşullarında 9 ABD Doları cent/kWh olacağı öngörülmüştür.

Bu yöntemle göre, indirgenmiş nakit akımlarının bugünkü tahmini gerçeğe uygun değeri 1.449.027.613 TL piyasa değerine ve 4,67 TL birim pay değerine tekabül etmektedir.

#### 4. SONUÇ

Sonuç olarak Margün Enerji için yapılan değerlendirme çalışması neticesinde ağırlıklandırılmış 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.

Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	2023 Yıl Sonu USD (T)*	30.06.2023 USD (G)**	Gerçekleşme Oranı (2. Dönem İtibariyle)
<b>Hasılat</b>	<b>24.275.015</b>	<b>12.777.018</b>	<b>52,63</b>
Satışların Maliyeti	-6.068.754	-7.908.657	130,32
<b>Brüt Kar</b>	<b>18.206.261</b>	<b>4.868.361</b>	<b>26,74</b>
Faaliyet Geliri/(Gideri) - Net	-1.463.873	2.971.523	
<b>Esas Faaliyet Karı</b>	<b>16.742.388</b>	<b>7.839.884</b>	<b>46,83</b>

\* (T) tahmini, (G) gerçekleşen

\*\* Fiyat Tespit Raporunda verilen müteahhitlik geliri hariç yıl sonu tahmini verilerin dolar olması sebebiyle gerçekleşen rakamlarımızda da 2023 yılı ilk 6 aylık ortalama dolar alış kuru 19.8218 TL üzerinden hesaplanarak bulunmuştur.

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasına göre 2023 yıl sonu satış hasılatı 24.275.015 USD olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen satış rakamı ise 12.777.018 USD'dir. Gerçekleşme oranı %52,63 olup, yıl sonunda ilgili tahmini açacağı beklenmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasına göre 2023 yıl sonu brüt karı 18.206.261 USD olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 4.868.361 USD'dir.

İndirgenmiş Nakit Akımı hesaplamasına göre 2023 yıl sonu esas faaliyet karı 16.742.388 USD olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2023 itibariyle gerçekleşen esas faaliyet karı ise 7.839.884 USD'dir. Gerçekleşme oranı %46,83 olup, yıl sonunda ilgili tahmini açacağı beklenmektedir.

Sonuç olarak halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların sene sonunda gerçekleştiği, hatta hasılat ile esas faaliyet karında varsayımların üzerinde bir performans sağlandığı görülmektedir. Bu kapsamda da halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan faktörlerden biri olan ve 2023 yılı için esas alınan İNA varsayımlarına ulaştığı görülmektedir.

Ziya AKBAŞ  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi  
Denetim Komitesi Başkanı

Uğur YİĞİT  
Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi  
Denetim Komitesi Üyesi