



BİRLEŞİM GRUP ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

27.01.2025

İÇİNDEKİLER TABLOSU

ÖNEMLİ NOT	3
1) HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER.....	4
2) ŞİRKET HAKKINDA.....	5
3) FİNANSAL DURUM.....	5
4) DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	6
4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi).....	6
4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)	6
5) DEĞERLEME SONUCU.....	7
6) GÖRÜŞ	7
UYARI NOTU	8

ÖNEMLİ NOT

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Allbatross Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("İfo Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. ("Birleşim Grup Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı 9 Ocak 2025 tarihli 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 Allbatross Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1) HALKA ARZ İLE İLGİLİ BİLGİLER

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Aracılık Yöntemi	Borsa'dışı Satış Yöntemi
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	115.500.000 TL
Halka Arz Oranı	20,02%
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı: 77.000.000 Adet Ortak Satışı: 19.250.000 Adet (Mesut Altan) Ortak Satışı: 19.250.000 Adet (İdris Çakır)
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	115.000.000 TL
Ek Satış	-
Satmama Taahhüdü	1 Yıl – İhraççı 1 Yıl - Ortaklar
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel - %50 – 57.750.000 Adet Yurt İçi Kurumsal - %40 – 46.200.000 Adet Yurt Dışı Kurumsal - %10 – 11.550.000 Adet
Fiyat İstikrarı	Yapılmayacaktır.
Halka Arz Büyüklüğü	1.396.100.000 Milyon TL
Talep Toplama	28-29-30 Ocak 2025
Halka Arz Fiyatı	12,14 TL
Bağımsız Denetçi	Yeditepe Bağımsız Denetim ve YMM A.Ş.

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Mesut ALTAN	A	42.500.000	%50	42.500.000	%39,99
	B	207.500.000		188.250.000	
İdris ÇAKIR	A	42.500.000	%50	42.500.000	%39,99
	B	207.500.000		188.250.000	
Halka Açık Kısım	B	-	-	115.500.000	%20,02
Toplam		500.000.00	100%	577.000.000	100,00

Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Şirket ve bağlı ortaklıklarının finansal yapısının güçlendirilmesi ve finansman maliyetinin azaltılması	%35 - 45
İnorganik büyümenin finansmanı	%20 - 25
Elektrik enerjisi üretim kapasitesini artırma,	%15 - 25

Yenileme yatırımları	%5 - 15
İşletme sermayesinin güçlendirilmesi	%5 - 10

2) ŞİRKET HAKKINDA

Şirket, Ersipahi Makine Sanayi A.Ş. unvanıyla 13.09.1978 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in faaliyet konusu, enerji sektöründe güneş, rüzgar, gelgit, dalga, hidroelektrik, biyokütle ve jeotermal ısı gibi yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik üretimi ve ARGE ile benzeri faaliyetlerde bulunan şirketler kurulması; bu tür faaliyetlerde bulunan şirketlere yatırım yapılması, iştirak edilmesi, ortak olunması; danışmanlık hizmeti verilmesi; yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması; üretilen elektrik enerjisinin ve kapasitenin her türlü müşteriye satılması, elektrik enerjisi üretimi sırasında ortaya çıkacak her türlü yan ürünün değerlendirilmesi, satışı ve pazarlaması; yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren güneş, rüzgar, biyokütle, jeotermal, hidrolik, hidrojen, dalga enerjilerinde faaliyet gösteren enerji santrallerinin imalatının yapılması; elektrik enerjisi ya da kapasitesinin ve bunların finansal ürünlerinin ticaretinin yapılması; uluslararası enterkonneksiyon şartı oluşmuş ülkelere veya bu ülkelerden elektrik enerjisi ihracatı veya ithalatı faaliyetlerinde bulunmak; yurt içinde veya yurt dışında bulunan elektrikli araçlar için şarj istasyonları kurulması, kiralanması ve işletilmesi; yenilenebilir kaynaklardan üretilen elektrik enerjisinin depolanması için üniteler ve tesisler kurulması, kiralanması, işletilmesi, geliştirilmesi ve bunların dağıtım sistemlerine bağlanması şeklindedir. Şirket, hali hazırda bağlı ortaklıklarının sahip olduğu GES ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket bir adet Rüzgar Enerjisi Santrali (RES) üretim lisansına sahip bir şirketin %100 hissesinin sahibidir. Söz konusu RES'in yatırımını tamamlamış olup 2025 Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlanması hedeflenmektedir. Şirket bu minvalde yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarını arttırmayı hedeflemektedir. Bunun yanı sıra Şirket, Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. satışı yapmaktadır. Şirket'in hali hazırda toplam doğrudan ve dolaylı olarak 18 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bu şirketlerden 16 tanesi elektrik enerjisi üretim (15 tanesi GES üretimi, 1 tanesi RES üretim lisansına sahip) ile iştigal etmekte olup bir tanesi de akaryakıt satışı ile iştigal etmektedir. Bunlara ek olarak bir tanesi de lisanssız GES santrallerini bünyesinde bulunduran çatı şirkettir. Şirket'in lisanslı elektrik üretimi yapan 3 adet ve lisanssız elektrik üretimi yapan 12 adet bağlı ortaklığı bünyesinde izlenen ve konsolide finansal tablolarının en önemli unsuru olan enerji santralleri YEKDEM'e tabi olup, elektrik enerjisi üretimi yapan bu santrallerin ürettiği elektriği 10 yıl boyunca USD cinsinden satma hakkı bulunmaktadır.

3) FİNANSAL DURUM

Tablo 4: Bilanço

Bilanço (Milyon TL)	2021	2022	2023	2024-3Ç
Dönen Varlıklar	81,156	117,985	273,802	502,428
Duran Varlıklar	1.134	1.593	3.798	4.527
Toplam Varlıklar	1.215	1.711	4.072	5.029
Kısa Vadeli Yükümlülükler	468,507	805,366	935,315	1.158
Uzun Vadeli Yükümlülükler	270,104	666,495	1.636	1.963
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	176,393	241,126	1.501	1.908
Toplam Kaynaklar	1.215	1.711	4.072	5.029

Tablo 5: Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (Milyon TL)	2021	2022	2023	2023-3Ç	2024-3Ç
Hasılat	92,477	376,504	607,656	415,685	844,650
Brüt Kar / (Zarar)	46,539	139,855	233,084	184,244	321,215
Esas faaliyet karı	75,165	264,280	544,607	432,305	333,640
Sürdürülen Faaliyet Vergi öncesi karı / (zararı)	105,602	242,938	814,101	382,526	212,340
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç / Zarar	99,187	233,945	776,505	353,368	215,353

4) DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ

İfo Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan 09 Ocak 2025 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)

Birleşim Grup Enerji'nin 30.09.2024 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerlendirme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileriyle hesaplanan Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Şirket Değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Birleşim Grup Enerji - Özet Finansal Veriler - 30.09.2024	Milyon USD
Son 12 Ay FAVÖK	16,7
Net Finansal Borç	78,3

Benzer Şirket Grubu - Milyon USD	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt İçi Benzer Şirketler	100%	20,4x	263,7
FD/FAVÖK	100%		263,7

*Son 12 Ay FAVÖK x FD/FAVÖK Çarpanı – Net Finansal Borç

Benzer Şirket Grubu - Milyon USD	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt Dışı Benzer Şirketler	100%	16,6x	198,8
FD/FAVÖK	100%		198,8

4.2 Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları)

İNA kapsamında aşağıdaki tabloda detayları yer alan serbest nakit akımları ve Şirket'in 30.09.2024 tarihli net finansal borcuna göre, değerlendirme tarihi olan 02.01.2025 itibarıyla Şirket değeri 198 Milyon USD olarak tespit edilmiştir.

Şirket Değer Hesaplaması	Milyon USD
Firma Değeri (2024-2072)	269,9
Net Borç	78,3
Piyasa Değeri – 30.09.2024	191,6
Piyasa Değeri – 02.01.2024	198,0

5) DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan Çarpan Analizi yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek Birleşim Grup Enerji'nin Şirket Değeri 214,6 Milyon USD ve Birim Pay Değeri 15,17 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 6.069 Milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 12,14 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Şirket Değeri Milyon USD	Ağırlık	Birim Pay Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	198,0	%50	14,00 TL
Yurt İçi Benzer Şirketler	263,7	%25	14,05 TL
Yurt Dışı Benzer Şirketler	198,8	%25	18,64 TL
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	214,6	100%	15,17 TL
Halka Arz İskontosu (%)	%20		
Halka Arz Şirket Değeri (Milyon USD)	171,7		
02.01.2025 tarihli USDTRY kuru	35,3		
Halka Arz Şirket Değeri (Milyon TL)	6.069		12,14 TL

6) GÖRÜŞ

Halka arza ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan şirket ve sektörel bilgileri anlaşılır ve yeterli bulmaktayız.

- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda iki farklı değerlendirme yönteminin kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Yapılan değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminin geleceğe yönelik tahminleri içermesi ve bu tahminlerin yorumlanması aşamasında bu bölümde elde edilen sonuçların gerçekleştirilebilirliği tarafımızca ayrıca test edilmemiştir.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi'ne %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi'ne %50 oranında ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Özetle; %20'lik iskonto oranı da göz önüne alındığında 12,14 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.

UYARI NOTU

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Allbatross Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.