

Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. Fiyat Tespit Raporu Hakkında Değerlendirme ve Analiz Raporu**1- Amaç**

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesine istinaden, **A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“İfo Yatırım”) **Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş.** (“Şirket” veya “İhraççı”) için 09.01.2025 tarihinde hazırladığı ve 24.01.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda ilan ettiği Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2- Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	İhraççı
Halka Arz Öncesinde Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
SPK Onay Tarihi	23.01.2025
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Talep Toplama Tarihleri	28-29-30/01/2025 (3 Gün)
Halka Arz Fiyatı	12,14 TL
Arz Edilecek Paylar (Nominal / Grubu)	115.500.000 TL / B Grubu - Sermaye Artışı: 77.000.000 TL - Ortak Satışı : 38.500.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa (Özsermaye) Değeri	214,6 Milyon ABD Doları
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz İskontolu (Piyasa) Özsermaye Değeri	171,7 Milyon ABD Doları
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	577.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,02
Ek Satış Tutarı (Nominal / Grubu)	Yoktur
Ek Satış Sonrası Halka Açıklık Oranı	%20,02
Halka Arz Büyüklüğü	1.402.170.000 TL
Borsa Kodu / Pazar	BIGEN.E / Yıldız Pazar
Tahmini İşlem Görme Tarihi	06-07/02/2025
Fiyat İstikrarı / Aracı Kurum Adı	Planlanmamaktadır.
Ortaklardan Taahhüt /Teşvik	Şirket, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, taahhüt etmiştir. Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımını kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.
Azami Talep Tutarı	Talep adetleri 1 adet ve katları şeklindedir. Kurul Karar Organı’nın i- SPK-128.21 (19/09/2024 tarihli ve 1508 s.k.) sayılı İlke Kararı gereği yatırımcı bazında talepte bulunabilecek pay tutarı, söz konusu yatırımcının dahil olduğu gruba tahsis edilen toplam pay tutarının dörtte birini geçemeyecektir.
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %50 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %40

	- Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10
Fon Kullanım Yeri	- Şirket ve bağlı ortaklarının finansal yapısının güçlendirilmesi ve finansman maliyetinin azaltılması: %35-45 - İnorganik büyümenin finansmanı: %20-25 - Elektrik enerjisi üretim kapasitesi artırımı: %15-25 - Yenileme yatırımları: %5-15 - İşletme sermayesi: %5-10
Dağıtım Şekli	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar, Eşit Dağıtım Yöntemi kullanılacaktır. Yurt İçi Kurumsal ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara Dağıtım: Her bir Yurt İçi Kurumsal ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcı'ya verilecek pay miktarına İhraççı ve Konsorsiyum Lideri tarafından karar verilecektir.

3- Şirket Hakkında Özet Bilgi

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. Şirket ayrıca 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 kapsamda yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarını artırmayı 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 faaliyet göstermekte olup bir tanesi de akaryakıt satışı gerçekleştirmektedir. 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 ABD Dolarından satma hakkı bulunmaktadır.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, 30.09.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

Kar / Zarar Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024
Net Satışlar	92.476.590	376.504.554	607.655.840	415.685.442	844.650.302
Brüt Kar	46.539.477	139.854.955	233.083.678	184.243.804	321.215.405
Esas Faaliyet Karı	75.165.433	264.280.269	544.606.965	432.304.743	333.639.890
Dönem Karı/Zararı	99.187.443	233.945.270	776.505.228	353.368.231	215.352.818

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.09.2024 tarihleri itibarıyla bilançosu aşağıda yer almaktadır.

Seçilmiş Finansal Bilgiler Tablosu (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Dönen Varlıklar	81.156.067	117.985.419	273.802.082	502.427.752
Duran Varlıklar	1.133.848.357	1.592.999.164	3.798.252.666	4.526.898.522
TOPLAM VARLIKLAR	1.215.004.424	1.710.984.583	4.072.054.748	5.029.326.274
Kısa Vadeli Yükümlülükler	468.506.694 8	805.366.173	935.315.086	1.158.184.456
Uzun Vadeli Yükümlülükler	570.104.430	664.495.375	1.636.047.508	1.962.728.96
Özkaynaklar	176.393.300	241.123.035	1.455.390.539	1.908.413.750
TOPLAM KAYNAKLAR	1.215.004.424	1.710.984.583	4.072.054.748	5.029.326.274

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4- Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı

Şirket'in halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi Hissedarlık Yapısı			Halka Arz Sonrası Hissedarlık Yapısı	
	Grubu	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutar (TL)	Oranı (%)
Mesut ALTAN	A	42.500.000	8,50	42.500.000	7,37
	B	207.500.000	41,50	188.250.000	32,63
İdris ÇAKIR	A	42.500.000	8,50	42.500.000	7,37
	B	207.500.000	41,50	188.250.000	32,63
Halka Açık	B	-	-	115.500.000	20,02
TOPLAM		500.000.000	100,00	577.000.000	100,00

Kaynak: İzahname

5- Değerleme Çalışması Hakkında

Şirket'in pay başına değeri tespit edilirken "Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi)" sonucunda bulunan özsermaye değerleri kullanılmıştır.

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Çarpan Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmış

olup, Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 214,6 Milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır

Değerleme Özeti (Milyon ABD Doları)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
İNA (ABD Doları)	50%	198,0
Çarpan Analizi (ABD Doları)	50%	
- Yurt Dışı Benzerler	25%	198,8
- Yurt Dışı Benzerler	25%	263,7
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (ABD Doları)	100%	214,6
TCMB ABD Doları/TL Alış Kuru (02.01.2025)		35,3
Ödenmiş Sermaye (TL)		500
Halka Arz İskontosu		20%
İskontolu Pay Fiyatı (TL)		12,14

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

6- Genel Değerlendirme ve Sonuç:

Birleşim Grup Enerji'nin değerlemesinde Çarpan Analizi yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ağırlık verilerek Şirket'in halka arz öncesi özsermaye değeri 214,6 Milyon ABD Doları olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanıp 02.01.2025 tarihindeki TCMB ABD Dolar Kuru üzerinden TL'ye çevrildiğinde, Halka Arz Birim Pay Değeri 12,14 TL olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak,

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğu,
- Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamaların, kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verildiği,
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu,
- Değerleme yöntemleri içerisinde Piyasa Çarpanları Yöntemine ek olarak İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Yöntemine yer verilmiş olmasının özellikle operasyonel faaliyetlerin halka arz fiyat seviyesine olan etkisinin gözlenmesine katkı sağladığı,
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğu,
- 2024 yılı için ABD doları bazında %10,6 olarak tahmin edilen, 2025-2029 yılları arasında kademeli düşüşle %8,4 oranında varsayılan ve projeksiyon döneminin sonu olan 2072 yılına kadar bu oranda sabit öngörülen AOSM'nin makul olduğu,

değerlendirilmektedir. Öte yandan,

- A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz.

Özetle, %20 seviyesinde uygulanan iskonto oranıyla hisse başına pay fiyatı **12,14 TL** olarak hesaplanmıştır.

ÇEKİNCE

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.

Bu raporda yer alan bilgiler A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Araştırma Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle A1 CAPITAL Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Araştırma Bölümü'ne ait olup diğer GÜLER HOLDİNG Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir.

A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle A1 CAPITAL Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul ederler.