



**BİRLEŞİM GRUP ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS
ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DENETİMDEN
SORUMLU KOMİTE TARAFINDAN HAZIRLANAN
DEĞERLENDİRME RAPORU – II**

**Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır**

26 Mayıs 2025

1.Raporun Konusu

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII/128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5. maddesi gereğince Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş.'nin (Şirket) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan *"Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir."* hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

2. Şirket halka arzına ilişkin bilgiler

Şirketin çıkarılmış sermayesinin 500.000.000 TL'den 577.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılan 77.000.000 TL nominal değerli paylar ve mevcut ortaklardan Mesut Altan'ın sahip olduğu 19.250.000 TL ve İdris Çakır'ın sahip olduğu 19.250.000 TL nominal değerli A Grubu paylar, 1 TL nominal değerli pay için 12,14 TL fiyattan "Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile 28-30 Ocak 2025 tarihlerinde halka arz edilmiş ve halka arz büyüklüğü 1.402.170.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Halka arzda toplam 188.455 yatırımcıdan, halka arz edilen 115.500.000 TL nominal değerli payların 1,7 katına denk gelen 191.500.975 TL nominal değerli filtelenmemiş pay talebi gelmiştir. Halka arzda nihai dağıtımına esas tahsisat oranları Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar için %39,97, Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar için %45,03 ve Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar için ise %15,00 olarak gerçekleşmiştir.

Şirketimiz payları 05.02.2025 tarihinde Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

3. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İfo Yatırım") tarafından 09.01.2025 tarihinde hazırlanan ve 24.01.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda (Raporun tümüne erişmek için (<https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1384319>) Şirket'in gelirleri ve kredi maliyetlerinin büyük oranda dolara bağımlı olması ve Şirket'in fonksiyonel para biriminin USD olması nedeniyle değerlendirme USD olarak gerçekleştirilmiştir. Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

Piyasa Çarpanları Analizi: Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki belirli verilerin

oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındanır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

A. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonları:

Para birimi: USD milyon	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	33,6	38,9	38,1	53,8	58,9	58,6	63,6
SMM	22,4	22,6	22,9	30,0	31,7	32,1	33,4
Brüt kâr	11,2	16,3	15,2	23,8	27,2	26,5	30,2
Faaliyet Kârı	9,7	14,5	13,3	21,9	25,2	24,6	26,5
FAVÖK	16,3	21	19,9	31,6	35,6	34,9	37,6

İndirgenmiş değer üzerinden oluşan firma değerinden şirketin finansal net borçları düşülerek özsermaye değerine ulaşılmıştır.

İNA Değeri-USD	
Firma Değeri (2024-2027)	269.921.267
Net Borç	78.331.127
Piyasa Değeri-30.09.2024	191.590.140
Piyasa Değeri-02.01.2025	198.031.002

B. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa Çarpanları Yöntemi'nde Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları ile Şirket için hesaplanan çarpanlar karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Şirket'in özsermaye değeri hesaplanırken Info Yatırım tarafından, 2024 yılı Eylül ayı itibarıyla geriye dönük 12 aylık FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmış, ulaşılan özsermaye değerlerine eşit ağırlık verilmiştir.

Mn USD	Değer
Birleşim EBIDTA 2024/09 4Ç	16,7
Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	20,4
Benzer Şirketler EV/EBIDTA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	342,0
Birleşim Net Borç 2024/09	78,3
Benzer Şirketler EV/EBIDTA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	263,7
Benzer Şirketler Çarpanından Gelen Nihai Piyasa Değeri	263,7

Mn USD	Değer
Birleşim EBIDTA 2024/09 4Ç	16,7
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	16,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBIDTA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	277,1
Birleşim Net Borç 2024/09	78,3
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBIDTA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	198,8
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanından Gelen Nihai Piyasa Değeri	198,8

İNA ve Piyasa Yaklaşımı metodlarına %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak nihai değer aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Değerleme (Milyon USD)	Ağırlık	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri Sonuç
İNA Yaklaşımı	50,0%	198,0	99
Piyasa Çarpanları Yaklaşımı-Yurtdışı Benzerler	25,0%	198,8	49,7
Piyasa Çarpanları Yaklaşımı-BİST Benzerler	25,0%	263,7	65,9
Piyasa Değeri			214,6
Halka arz iskontosu			20%
Nihai Değer			171,7
02.01.2025 tarihli USD /TL kuru			35,34
Piyasa Değeri-Milyon TL			6.069

4.Sonuç ve Değerlendirme

Fiyat Tespit Raporu'nda bulunan 2025 yılının tahmini verileri ile 2025 yılı ilk 3 ayında gerçekleşen veriler aşağıdaki gibi karşılaştırılmıştır.

Milyon TL	2025 (T)*	2025/3 (G)	Gerçekleşme Oranı (%)
Hasılat	1.406,9	412,1	29,3%
Satışların Maliyeti	818,3	303,1	37,0%
Brüt Kâr	588,6	109,0	18,5%
FAVÖK	760,9	139,6	18,3%

*Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan USD tutarlar, 2025 yılı 3 aylık bağımsız denetim raporunda hasılat kalemlerine uygulanan ortalama USD kurundan TL'ye çevrilmiştir.

Buna göre Şirket'in 01.01.2025-31.03.2025 hesap döneminde, 2025 yılına ilişkin tahmini verilere göre:

- 412,1 milyon TL ile Hasılat'ın %29,3'ü,
- 303,1 milyon TL ile Satışların Maliyeti'nin %37'si,
- 109,0 milyon TL ile Brüt Kâr'ın %18,5'i
- 139,6 milyon TL ile FAVÖK'ün %18,3'ü karşılanmıştır.

Sonuç olarak; 31.03.2025 dönem sonu itibarıyla karşılanan veriler; elektrik üretiminde mevsimsellik etkisine bağlı olarak, yılın diğer dönemlerine göre nispeten daha az güneş alan dönemine ilişkin olarak elde edilmiş olmakla birlikte yılın ilerleyen dönemlerinde mevsimsel etkilerin daha olumlu desteği ile Şirket'in yıl sonu hedeflerine ulaşabileceği öngörülmektedir.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Alev DUMANLI

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Şener OKTİK