



MANAS ENERJİ YÖNETİMİ A.Ş.

**HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN
DEĞERLENDİRME RAPORU- I**

TERA YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

28.01.2022

İÇİNDEKİLER

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI.....	3
2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ	3
3. KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU	4
3.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	4
3.2 Çarpan Analizi	5
3.3 Değerleme Yöntemi Sonucu	11
4. HALKA ARZ SONUÇLARI	12
5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS	13
6. HALKA ARZ SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER	16

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 (“Tebliğ”) 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

“Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

Manas Enerji Yönetimi Anonim Şirketi (“Manas Enerji” veya “Şirket”) paylarının ilk halka arzında Tebliğ’in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 05.07.2021 tarihinde KAP’ta yayınlanmış ve Şirket payları 27.07.2021 tarihinde işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu’nu müteakip Tebliğ’in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Manas Enerji’nin nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 27.01.2022 tarihine kadar oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket’in çıkarılmış/ödenmiş sermayesinin 12.000.000 TL’den 19.800.000 TL’ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 7.800.000 TL nominal değerli paylarının 9,90 TL fiyattan halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu Sermaye Piyasası Kurulu’nca 01.07.2021 tarihinde onaylanmıştır.

Şirket’in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 9,90 TL fiyat ile Sabit Fiyatla Talep Toplama yöntemi ile 13-14 Temmuz 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Manas Enerji, bedelli sermaye artırımını yoluyla halka arz edilen 7.800.000 TL nominal değerli 7.800.000 adet paydan 77.220.000 TL brüt gelir elde etmiştir.

Şirket’in halka arzdan beklenen net gelir ile finansman yükü fazla olan kısa vadeli borçların kapatılması, Ar-Ge ve yeni yatırımlar için kullanılması, işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılması, bu kapsamda stok alımı ve sözleşmesi imzalanmış projelerin finansmanının öz kaynaklardan karşılanması yatırımları yapması hedeflenmiştir.

3. KAP'TA YAYIMLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

05.07.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları baz alınmıştır.

Manas Enerji'nin değerinin tespiti amacıyla Çarpan Analizi ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ("İNA") yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş nakit akımı analizine %50 ve yurt içi piyasa çarpanları analizlerine %50 oranlarında ağırlık verilerek Şirket değeri hesaplanmıştır.

İNA analizinde gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin 5 yıllık iş planı doğrultusunda 2021 – 2025 yılları için hazırlanmıştır.

Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında Şirket'in 2020 yılsonu gerçekleşen tutarları kullanılmıştır. Şirket'in ana faaliyet alanı olan enerji ve su kaynakları yönetimidir. Çarpan analizinde, Manas Enerji Yönetimi A.Ş. ile faaliyet alanı benzer olduğuna kanaat getirilen ve BIST Teknoloji Endeksi'nde (XUTEK) yer alan yurt içi şirketler arasından seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Aynı zamanda, faaliyet konusunun yakınlığı açısından Borsa İstanbul Sınai Endeksi (XUSIN) sektörü içerisinde seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Manas Enerji'nin 31.12.2020'de sona eren son yılsonu Net Satışlar, Net Kar, Öz kaynaklar, Faiz ve Vergi Öncesi Kar ("FAVÖK") ile Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır.

Manas Enerji piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır: Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları analizleri kapsamında veriler Finnet Analiz Expert Veri Platformu'ndan 28.06.2021 tarihi itibarıyla sağlanmıştır.

3.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit akımları Analizinde Manas Enerji'nin Tera Yatırım ile paylaştığı projeksiyonlar kullanılarak şirket değeri hesaplanmıştır. Ayrıca, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminlerde dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi 2021-2025 yılları arasını kapsamakta olup, Şirket'in indirgenmiş nakit akımları analizine göre değerlemesinde ileriye dönük serbest nakit akımları hesaplanmış ve söz konusu serbest nakit akımları ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti üzerinden iskonto edilerek bugünkü değerine indirgenmiştir. İNA yönteminin yapısı gereği kullanılan projeksiyonlar, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özkaynak ve pay değerlerine ulaşılabilir. Bu kapsamda, tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve ortalama %21,02 AOSM ile İNA yaklaşımı için de, Şirket'in sahip olduğu İNA analizine göre toplam piyasa değeri 201.055.147 TL olarak tespit edilmiştir. Buna bağlı olarak, pay başı fiyatı 16,75 TL olarak bulunmuştur.

TARİHSEL NAKİT AKIŞI				TAHMİNİ NAKİT AKIŞI				
TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021 T	31.12.2022 T	31.12.2023 T	31.12.2024 T	31.12.2025 T
Hasılat	48.165.584	53.760.101	53.989.289	104.963.909 (*)	173.367.623	253.066.231	317.155.574	398.798.242
Yıllık Büyüme		12%	0%	94%	65%	46%	25%	26%
FAALİYET KARI (FVÖK)	5.514.874	7.058.836	10.595.164	24.774.734	47.272.172	75.229.430	95.664.126	120.902.927
Hasılat Oranı	11,4%	13,1%	19,6%	23,6%	27,3%	29,7%	30,2%	30,3%
Vergi Oranı	7,2%	5,8%	-0,7%	9,8%	10,9%	11,3%	12,8%	16,1%
Vergi	399.167	409.750	-68.940	2.417.006	5.133.738	8.520.680	12.223.725	19.480.916
VSNFK (vergi sonrası net faaliyet karı)	5.115.707	6.649.086	10.664.104	22.357.728	42.138.433	66.708.751	83.440.402	101.422.011
Yatırım Harcamaları	-3.882.169	-5.908.968	-6.216.981	-15.947.975	-24.753.094	-22.951.739	-20.007.779	-22.893.517
Hasılat Oranı	8,1%	11,0%	11,5%	15,2%	14,3%	9,1%	6,3%	5,7%
Amortisman	906.494	1.910.946	1.594.072	1.963.850	2.796.610	3.895.483	4.826.127	5.708.622
Hasılat Oranı	1,9%	3,6%	3,0%	1,9%	1,6%	1,5%	1,5%	1,4%
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0	1.387.402	-9.153.421	-1.787.953	-15.545.513	-18.123.351	-14.880.339	-19.087.877
Hasılat Oranı	0,0%	2,6%	-17,0%	-1,7%	-9,0%	-7,2%	-4,7%	-4,8%
Serbest Nakit Akışı (SNA)	2.140.032	4.038.466	-3.112.226	6.585.651	4.636.436	29.529.144	53.378.411	65.149.240
SNA Bugünkü Değeri								
				6.585.651	3.213.620	16.887.706	25.188.074	25.365.776

Daimi Büyüme Metodu	
Sonsuz Büyüme SNA Değeri	68.406.701
SNA'nın Bugün Değerleri Toplamı	77.240.828
+ Sonsuz Büyüme Bugünkü Değeri	164.442.142
Enterprise Value	241.682.970
+ Nakit	4.520.413
- Toplam Finansal Borç	50.872.998
- Yatırım Amaçlı Gayrimenkul	5.724.762
Toplam Sermaye Değeri	201.055.147
Hisse Sayısı	12.000.000
Teorik Hisse Başına Değer	16,75
Halka Arz Sonrası Hisse Sayısı	19.800.000
Teorik Hisse Başına Değer	10,15

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu

3.2 Çarpan Analizi

Çarpan analizinde, Manas Enerji Yönetimi A.Ş. ile faaliyet alanı benzer olduğuna kaanat getirilen ve BIST Teknoloji Endeksi'nde (XUTEK) yer alan yurt içi şirketler arasından seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Aynı zamanda, faaliyet konusunun yakınlığı açısından Borsa İstanbul Sınai Endeksi (XUSIN) sektörü içerisinde seçim yapılarak çarpanlarının kullanılmasına karar verilmiştir. Çarpan değerlerinde, uç değerlere ulaşmış şirketler çarpan analizlerinin dışında bırakılmıştır. Benzer şirket çarpanları hesaplamasında, Şirket değerinin objektif tespit edilmesi adına Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat/Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) oranları tercih edilmiştir. Piyasa çarpanları analizleri kapsamında veriler Finnet Analiz Expert Veri Platformu'ndan 28.06.2021 tarihi itibarıyla sağlanmıştır.

Şirket Finansalları (TL)	31.12.2020
Hasılat	53.989.289
FAVÖK	12.189.236
Net Kar	1.555.348
Net Borç	46.352.585
Özkaynaklar	37.406.794

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer şirketler ve sektör verileri üzerinden hesaplanan FD/FAVÖK, Fiyat/Kazanç ve PD/DD çarpan değerleri ve bu değerler kullanılarak tespit edilen Şirket özsermaye değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

BİST SİNAİ ŞİRKETLER		28.06.2021		
HİSSE	HİSSE ADI	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
AVOD	A.V.O.D Gıda Ve Tarım	-	41,41	6,75
ACSEL	Acıpayam Selüloz	15,52	18,76	3,35
ADEL	Adel Kalemcilik	-	25,58	4,67
AFYON	Afyon Çimento	24,3	31,14	2,91
AKCNS	Akçansa	18,54	9,2	2,67
ATEKS	Akın Tekstil	20,1	25,37	1,55
AKSA	Aksa	9,66	6	2,43
ALCAR	Alarko Carrier	35,53	32,84	6,24
ALKA	Alkim Kağıt	10,64	9,97	5,03
ALKIM	Alkim Kimya	11,13	9,42	5,07
AEFES	Anadolu Efes	10,69	3,66	0,97
ASUZU	Anadolu Isuzu	34,17	11,04	2,28
ARCLK	Arçelik	5,37	4,59	1,39
ARSAN	Arsan Tekstil	5,04	19,15	1,23
AYGAZ	Aygaz	20,74	8,38	1,94
BAKAB	Bak Ambalaj	20,18	8,85	2,93
BNTAS	Bantaş Ambalaj	12,57	15,12	1,84
BANVT	Banvit	-	-	5,38
BTCIM	Batı Çimento	-	27,74	7,81
BSOKE	Batisöke Çimento	-	-	-
BAYRK	Bayrak Taban Sanayi	-	29,5	4,26
BRKSN	Berkosan Yalıtım	14,11	13,91	3,38
BLCYT	Bilici Yatırım	36,94	19,89	5,68
BMSCH	BMS Çelik Hasır Sanayi	18,34	11,12	2,98
BOBET	Boğaziçi Beton	-	16,72	5,69
BRSAN	Borusan Mannesmann	-	17,33	0,77
BFREN	Bosch Fren Sistemleri	-	49,11	-
BOSSA	Bossa	27,73	9,52	5,53
BRISA	Brisa	8,28	7,17	4,09
BURCE	Burçelik	50,28	-	2,12
BURVA	Burçelik Vana	-	-	-
BUCIM	Bursa Çimento	12,82	7,65	1,65
CCOLA	Coca Cola İçecek	13,03	6,29	2,34
CELHA	Çelik Halat	-	11,02	5,4
CEMAS	Çemaş Döküm	7,41	14,6	1,01
CEMTS	Çemtaş	8,31	8,27	2,16
CMBTN	Çimbeton	-	47,8	-
CIMSA	Çimsa	8,33	7,46	1,67

CUSAN	Çuhadaroğlu Metal	15,77	8,25	2,46
DAGI	Dagi Giyim	-	24,8	1,45
DARDL	Dardanel	53,27	10,77	7,95
DMSAS	Demisaş Döküm	17,2	9,48	2,79
DERIM	Derimod	-	-	4,33
DESA	Desa Deri	-	12,81	6,28
DEVA	Deva Holding	6,79	7,46	2,6
DNISI	Dinamik Isı Makina Yalıtım	24,86	22,61	2,8
DITAS	Ditaş Doğan	19,21	13,8	6,39
DOBUR	Doğan Burda	-	-	-
DGKLB	Doğtaş Kelebek Mobilya	15,37	6,79	6,19
DOGUB	Doğusan	-	-	9,72
DURDO	Duran Doğan Basım	-	10,16	4,82
DYOBY	Dyo Boya	7,09	4,21	3,55
EGEEN	Ege Endüstri	12,75	17,71	6,28
EGGUB	Ege Gübre	15,63	9,84	5,09
EGPRO	Ege Profil	11,63	6,95	2,86
EGSER	Ege Seramik	7,13	5,1	2
EPLAS	Egeplast	7,82	13,76	3,6
EMKEL	Emek Elektrik	29,8	8,1	1,74
ERBOS	Erbosan	18,91	22,42	4,32
EREGL	Ereğli Demir Çelik	11,3	6,66	1,55
ERSU	Ersu Gıda	-	-	3,07
FADE	Fade Gıda	46,11	-	6,29
FMIZP	F-M İzmit Piston	42,61	55,02	-
FROTO	Ford Otosan	10,85	9,72	9,66
FORMT	Formet Celik Kapi Sanayi	30,93	15,85	4,77
FRIGO	Frigo Pak Gıda	13,62	6,55	3,65
GEDZA	Gediz Ambalaj	15,31	12,59	4,82
GENTS	Gentaş	9,34	5,6	2,03
GEREL	Gersan Elektrik	29,74	47,45	4
GOODY	Good-Year	9,16	4,65	1,77
GOLTS	Göлтаş Çimento	-	16,16	2,32
GUBRF	Gübre Fabrik.	-	18,61	-
HATEK	Hatay Tekstil	16,74	10,57	1,12
HEKTS	Hektaş	34,13	26,11	8,62
HURGZ	Hürriyet Gzt.	-	-	1,25
ISKPL	Işık Plastik	16,85	11,42	4,52
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	8,53	4,79	0,82
IHGZT	İhlas Gazetecilik	-	-	3,45
IPEKE	İpek Doğal Enerji	6,81	-	1,9
ISDMR	İskenderun Demir Çelik	10,02	6,71	1,49
IZTAR	İz Hayvancılık Tarım	-	-	9,93
IZMDC	İzmir Demir Çelik	-	11,29	2,65
IZFAS	İzmir Fırça	47,63	17,89	4,68

JANTS	Jantsa Jant Sanayi	38,97	45,22	-
KLKIM	Kalekim Kimyevi Maddeler	12,35	10,41	5,14
KAPLM	Kaplamin	36,09	14,06	6,36
KRDMA	Kardemir (A)	9,5	3,65	1,56
KRDMB	Kardemir (B)	9,48	3,64	1,56
KRDMD	Kardemir (D)	10,45	4	1,72
KARSN	Karsan Otomotiv	-	12,89	4,55
KRTEK	Karsu Tekstil	14,21	6,95	1,82
KARTN	Kartonsan	23,66	17,51	6,36
KATMR	Katmerciler Ekipman	-	9,15	3,51
KERVT	Kereviş Gıda	7,69	6,74	2,52
KRVGD	Kervan Gıda	16,78	11,84	2,97
KLMSN	Klimasan Klima	9,38	9,22	2,19
KNFRT	Konfrut Gıda	23,26	15,96	3,25
KONYA	Konya Çimento	-	-	-
KORDS	Kordsa Teknik Tekstil	17,08	9,58	1,29
KOZAL	Koza Altın	8,56	5,78	2,16
KOZAA	Koza Madencilik	6,31	-	1,43
KRSTL	Kristal Kola	39,97	46,46	1,33
KUTPO	Kütahya Porselen	52,63	-	5,7
LUKSK	Lüks Kadife	42,3	13,84	4,76
MAKTK	Makina Takım	-	28,76	4,03
MRSHL	Marshall	-	48,06	-
MEGAP	Mega Polietilen	16,58	31,1	4,67
MNDRS	Menderes Tekstil	-	5,75	0,79
MERCN	Mercan Kimya	19,46	16,66	8,03
MERKO	Merko Gıda	-	34,67	4,22
OLMIP	Mondi Olmuksan Kağıt Ve Ambalaj	29,79	16,15	4,14
TIRE	Mondi Tire Kutsan	10,96	9,53	3,45
NIBAS	Niğbaş Niğde Beton	-	-	7,36
NUHCM	Nuh Çimento	10,95	13,37	4,05
OTKAR	Otokar	9,41	10,94	9,68
OYAKC	Oyak Çimento	15,75	12,44	3,33
OYLUM	Oylum Sınai Yatırımlar	18,95	15,64	2,61
OZBAL	Özbal Çelik Boru	35,4	53,31	8,84
OZRDN	Özerden Plastik	-	17,06	-
PRKME	Park Elek.Madencilik	8	30,02	0,94
PARSN	Parsan	13,19	19,65	2,08
PENGD	Penguen Gıda	-	15,05	1,78
PETKM	Petkim	6,77	6,49	1,59
PETUN	Pınar Et Ve Un	9,08	9,26	1,08
PINSU	Pınar Su	-	17,1	4,76
PNSUT	Pınar Süt	17,6	10,81	0,75
POLTK	Politeknik Metal	-	43,43	-
PRZMA	Prizma Press Matbaacılık	10,3	51,75	1,91

QUAGR	QUA Granite Hayal Yapı ve Ürünleri	18,52	13,97	8,82
RODRG	Rodrigo Tekstil	-	36,56	-
RTALB	RTA Laboratuvarları	10,75	9,05	4,7
SAFKR	Safkar Ege Soğutmacılık	22,4	14,14	3,66
SANFM	Sanifoam Sünger	24,66	14,96	7,11
SAMAT	Saray Matbaacılık	-	11,1	6,16
SARKY	Sarkuysan	11,21	11,48	3,91
SASA	Sasa Polyester	-	26,83	-
SAYAS	Say Yenilenebilir Enerji	18,15	14,39	-
SEKUR	Sekuro Plastik	-	12,46	2,86
SELGD	Selçuk Gıda	-	-	2,63
SELVA	Selva Gıda Sanayi	8,52	16,28	3,21
SEYKM	Seyitler Kimya	23,19	-	-
SILVR	Silverline Endüstri	16,86	6,73	4,13
SKTAS	Söktaş	-	11,14	2,81
TATGD	Tat Gıda	4,77	8,04	1,45
TKURU	Taze Kuru Gıda	-	-	-
TMPOL	Temapol Polimer Plastik	17,1	9,57	4,73
TOASO	Tofaş Oto. Fab.	7,23	5,94	4,32
TUCLK	Tuççelik	17,2	11,82	2,77
TUKAS	Tukaş	16,28	12,42	3,26
TMSN	Tümosan Motor ve Traktör	21,82	15,35	2,43
TUPRS	Tüpraş	-	12,92	2,3
TRILC	Türk İlaç Serum	54,48	27,95	9,48
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	-	39,44	6,31
TTRAK	Türk Traktör	8,68	6,56	9,53
ULUSE	Ulusoy Elektrik	-	-	-
ULUUN	Ulusoy Un Sanayi	25,15	11,73	2,19
USAK	Uşak Seramik	-	8,67	1,22
ULKER	Ülker Bisküvi	4,53	5,32	1,15
VANGD	Vanet Gıda	17,61	-	3,61
VESTL	Vestel	5,94	4,25	1,37
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	5,8	4,89	2,34
VKING	Viking Kağıt	-	17,4	-
YAPRK	Yaprak Süt ve Besi Çift.	-	-	-
YATAS	Yataş	9,5	5,9	3,29
YKSLN	Yükselen Çelik	25,43	18,93	3,69
YUNSA	Yünsa	-	21,21	4,81
ORTALAMA		18,17	16,08	3,75

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Manas Değerleme (Çarpanlara Göre)	28.06.2021
SINAI BENZER ŞİRKETLER	106.043.893
F/K	28.256.967
FD/FAVÖK	149.656.935
PD/DD	140.217.777
TEKNOLOJİ BENZER ŞİRKETLER	91.933.576
F/K	36.925.084
FD/FAVÖK	100.809.477
PD/DD	138.066.166

	Şirket Değeri	Ağırlık
BİST Sınai	106.043.893	20%
BİST Teknoloji	91.933.576	80%
Manas Çarpan Piyasa Değeri		94.755.639
Manas Pay Başı Fiyat		7,90

Çarpan analizi yöntemiyle, Manas Enerji Yönetimi A.Ş. için hem Borsa İstanbul Sınai Endeksi (XUSIN) hem de BİST Teknoloji şirketlerinin Firma Değeri/FAVÖK, Fiyat Kazanç (F/K) ve Piyasa Değeri/Değer Değeri (PD/DD) oranları ile hesaplanan değerlerin, Şirket'in ağırlıklı faaliyetinin teknoloji üzerine olması nedeniyle, Sınai endeksine %20 ve BİST Teknoloji şirketlerine %80 ağırlık verilmiştir. Hesaplama sonucunda Şirket'in çarpan analizine göre piyasa değeri 94.755.639 TL olarak bulunmuştur. Buna bağlı olarak, pay başı fiyatı 7,90 TL olarak hesaplanmaktadır.

3.3 Değerleme Yöntemi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında tahmin ettiğimiz özsermaye değerine %50, kendi içindeşit ağırlıklandırıdığımız yurt içi benzer şirket ve sektör çarpanları altında hesapladığımız çarpan analizine de aynı oranda %50 ağırlık vererek 147.905.393 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değeri, halka arz öncesi sermayeye bölünerek pay başına hedef piyasa değeri 12,33 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 9,90 TL'lik halka arz fiyat fiyatına ulaşılmıştır.

DEĞERLEME SONUCU HALKA ARZ ÖNCESİ - TL			
Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA	201.055.147	50%	100.527.573
Benzer Çarpanlar	94.755.639	50%	47.377.820
TOPLAM			147.905.393
Ödenmiş Sermaye			12.000.000
Hisse Başı Değer			12,33
Halka Arz İskontosu			20%
Halka Arz Değeri			9,90

Kaynak: Tera Yatırım Menkul Değerler Hesaplamaları

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 9,90 TL olarak belirlenmiştir. Değerlemede kullanılan verilerin ve yöntemlerin güvenilir, adil, uygun ve makul olduğu görüşündeyiz.

Buna göre, halka arz pay başına değer 12,33 TL olarak hesaplanmış olup %20 halka arz iskontosundan sonra piyasa değeri 118.800.000 TL ve halka arz pay başına değer 9,90 TL olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırımını yoluyla halka arz edilecek 7.800.000 TL nominal değerli paylar ile halka arz büyüklüğü 77.220.000 TL olan Şirket için halka açıklık oranı ise %39,40'tır. Şirket'in halka arz sonrası piyasa değeri ise 196.020.000 TL'dir.

4. HALKA ARZ SONUÇLARI

Manas Enerji Yönetimi A.Ş. (Şirket) paylarının halka arzı 13.07.2021 ve 14.07.2021 tarihlerinde “Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” ile Borsa İstanbul Birincil Piyasa’da gerçekleşmiştir.

Şirket’in çıkarılmış sermayesinin 12.000.000 TL’den 19.800.000 TL’ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 7.800.000 TL nominal değerli paylar halka arz edilmiştir.

Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 9,90 TL olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 77.220.000 TL olarak gerçekleşmiştir.

Halka arz, Borsa İstanbul Birincil Piyasa’da “Borsa’da Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış” yöntemi ile yapıldığından, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisat yapılmamıştır. Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğünün toplamda 2,58 katına denk gelen 199.367.051 TL karşılığı filtre edilmemiş 20.138.086 TL nominal değerli talep gelmiştir.

Halka arza toplamda 19.450 olarak yatırımcı katılmıştır. Şirket paylarının halka arzında yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Yatırımcı Grubu	Yatırımcı Sayısı	Dağıtılan Nominal Değer (TL)	Toplam Dağıtılan Nominal Değere Oranı (%)
Yurtiçi Bireysel	19.392	7.601.604	97,46%
Yurtiçi Kurumsal	21	178.280	2,29%
Yurtdışı Bireysel	37	20.116	0,26%
Yurtdışı Kurumsal	0	0	0,00%
TOPLAM	19.450	7.800.000	100%

Kaynak: KAP

5. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirket paylarının 27.07.2021 tarihinde Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasının ardından en son 2021 yılı 9 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Şirket’in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda Bağımsız Denetim Raporları ile hazırlanan finansal tablolarına ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Kar/Zarar Tablosu (Özet) TL	01.01.2018	01.01.2019	01.01.2020	01.01.2020	01.01.2021
	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2020	30.09.2021
Hasılat	48.165.584	53.760.101	53.989.289	30.160.325	46.438.172
Yurtiçi Satışlar	39.875.814	42.519.217	51.926.139	27.630.799	47.935.898
Yurtdışı Satışlar	9.249.558	13.342.160	5.324.834	4.198.565	878.062
Brüt Satışlar	49.125.372	55.861.377	57.250.973	31.829.364	48.813.960
Satıştan İadeler (-)	(806.884)	(2.073.023)	(3.225.463)	(1.665.121)	(2.090.532)
Satış İskontoları (-)	(12.788)	(19.733)	(36.221)	(3.918)	(285.256)
Diğer İndirimler (-)	(140.116)	(8.520)	-	-	-
Net Satışlar	48.165.584	53.760.101	53.989.289	30.160.325	46.438.172
Satışların Maliyeti (-)	(33.078.422)	(36.858.367)	(32.142.752)	(19.467.347)	(25.434.616)
Brüt Kâr/(Zarar)	15.087.162	16.901.734	21.846.537	10.692.978	21.003.556
Genel Yönetim Giderleri (-)	(3.808.019)	(5.234.193)	(5.559.111)	(3.832.560)	(8.610.739)
Pazarlama Satış ve Dağıtım Gider.(-)	(4.812.234)	(4.359.995)	(5.341.755)	(3.253.897)	(3.052.152)
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	(952.035)	(248.710)	(350.507)	(267.270)	(364.528)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.541.960	848.908	881.851	608.467	1.326.951
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(1.360.864)	(1.412.897)	(2.042.977)	(2.398.387)	(2.246.242)
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	7.695.970	6.494.847	9.434.038	1.549.331	8.056.846
Finansman Gelirleri	676.309	586.883	574.936	717.164	1.279.599
Finansman Giderleri (-)	(6.148.322)	(5.855.072)	(8.522.566)	(6.296.269)	(7.095.976)
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	2.223.957	1.226.658	1.486.408	(4.029.774)	2.240.469
Vergi Gelir/(Gideri)	(399.167)	(409.750)	68.940	807.957	(1.085.825)
Dönemin Vergi Gideri	(68.622)	(256.510)	(407.346)	(68.746)	(382.719)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(330.545)	(153.240)	476.286	876.703	(703.106)
Dönem Net Kârı/(Zararı)	1.824.790	816.908	1.555.348	(3.221.817)	1.154.644
FAVÖK	6.421.368	8.969.782	12.189.236	4.576.760	10.200.435

Şirketin hasılatı 2021 yılı 9 aylık döneminde, bir önceki yılın aynı dönemine göre %54 oranında artışla 46,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Yurt içi satışlar %73,5 artarken, yurt dışı satışlar pandemi koşullarından dolayı %79,1 oranında azalmıştır. Satışların maliyeti ise aynı dönemde %30,7 oranında artmıştır. Sonuç olarak brüt kar %96,4 oranında artarak 21 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Bu gerçekleştirmelere bağlı olarak brüt kar marjı 2020 yılı 9 aylık döneminde %35,5 oranından, 2021 yılı 9 aylık döneminde %45,2 oranına iyileşmiştir. Bunun ana sebebi satış kompozisyonu içinde hizmet satışlarının artmış olmasıdır.

2021 yılı 9 aylık döneminde FAVÖK gerçekleşmesi 10,2 milyon TL olmuş ve önceki yılın aynı dönemine göre %122,9 artmıştır. Brüt kar marjındaki iyileşme FAVÖK marjına da yansımış ve FAVÖK marjı 2020/09 döneminde %15,2’den 2021/09 döneminde ise %22’ye yükselmiştir.

Şirket 30/12/2020 döneminde toplamda 46,3 milyon olan net borcunu halka arz gelirleriyle artı 256,545 TL net nakde dönüştürmüş olduğu halde net finansman gideri 2021/09 döneminde 5,816 milyon TL ile 2020 yılının aynı döneminin sadece %4,25 üstünde gerçekleşmiştir. Şirketin nakit

pozisyonundaki iyileşmeye rağmen net finansman giderlerin az da olsa artmış olmasının ana sebebi şirketin Eximbank kredisinde kaynaklanan 2,490 milyon TL kur farkı gideridir.

Bu gerçekleştirmeler sonunda 2020/09 döneminde 3.221.817 TL zarar eden şirket, 2021 yılın aynı döneminde 1.154.644 TL dönem net karı elde etmiştir.

Bilanço (Özet) TL	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	30.09.2021
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.517.956	3.093.698	4.520.413	28.628.278
Ticari Alacaklar	6.593.019	7.310.506	18.094.174	21.750.384
Diğer Alacaklar	973.614	2.231.914	838.552	865.878
Stoklar	14.918.904	15.939.838	12.964.333	43.806.737
Diğer Dönen Varlıklar	2.612.031	660.929	5.740.074	10.327.428
DÖNEN VARLIKLAR	26.615.524	29.236.885	42.157.546	105.378.705
Kullanım Hakkı Varlıklar	-	463.014	473.809	320.921
Maddi Duran Varlıklar	18.272.376	18.420.917	46.327.615	46.137.382
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.170.654	8.554.354	11.231.970	13.921.725
Peşin Ödenmiş Giderler (İlişkili Olmayan Taraflara hepsi)	106.264	223.648	139.783	229.985
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	2.009.100	1.966.931	5.724.762	5.693.136
Diğer Duran Varlıklar	106.264	223.648	139.783	229.985
DURAN VARLIKLAR	25.558.394	29.628.864	63.897.939	66.303.149
TOPLAM VARLIKLAR	52.173.918	58.865.749	106.055.485	171.681.854
KV Finansal Borç	6.422.485	11.475.574	22.646.449	8.271.704
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9.833.274	11.742.791	18.565.620	17.794.954
Ticari Borçlar	5.112.958	7.430.821	7.153.377	16.076.437
Diğer KV Borçlar	24.452	28.773	65.008	3.566.634
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	604.352	1.310.539	1.008.132	662.794
Ertelenmiş Gelirler	2.469.615	1.557.091	3.319.560	2.709.188
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	407.346	382.719
Kısa Vadeli Karşılıklar	293.566	390.566	587.084	727.811
Diğer KV Yükümlülükler	244.636	464.810	982.618	641.254
KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	25.005.338	34.400.965	54.735.194	50.833.495
UV Finansal Borç	13.238.676	9.811.883	9.660.929	2.305.075
Banka Kredileri	13.238.676	9.626.617	9.414.516	2.099.166
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	185.266	246.413	205.909
Uzun Vadeli Karşılıklar	838.774	1.203.510	1.222.414	1.561.665
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	838.774	1.203.510	1.222.414	1.561.665
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	26.948	45.742	3.030.154	3.631.382
UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	14.104.398	11.061.135	13.913.497	7.498.122
Ödenmiş Sermaye	12.000.000	12.000.000	12.000.000	19.800.000
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	-	-	-	69.420.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	(785.262)	(1.274.139)	21.173.658	20.766.147
Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-	-	22.492.083	22.492.083
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları /Kayıpları	(785.262)	(1.274.139)	(1.318.425)	(1.725.936)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	-	-	132.312
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	24.654	1.860.880	2.677.788	2.077.134
Net Dönem Karı/Zararı (-)	1.824.790	816.908	1.555.348	1.154.644
ÖZKAYNAKLAR	13.064.182	13.403.649	37.406.794	113.350.237
TOPLAM KAYNAKLAR	52.173.918	58.865.749	106.055.485	171.681.854

Manas Enerji Yönetimi A.Ş.’nin Tera Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan 2021 yıl sonu projeksiyonları ile 30.09.2021 tarihli bilanço dönemi itibariyle gerçekleşen verileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

TL	30.09.2020	31.12.2020	2020 Yılsonuna Oranla Gerçekleşme	30.09.2021	31.12.2021 T	2021 Tahmine Göre Gerçekleşme	2020/09 2021/09 Değişim
Hasılat	30.160.325	53.989.289		46.438.172	104.963.909	44,2%	54,0%
Yurtiçi Satışlar	27.630.799	51.926.139	53,2%	47.935.898	95.189.548	50,4%	73,5%
Yurtdışı Satışlar	4.198.565	5.324.834	78,8%	878.062	14.219.988	6,2%	-79,1%
İade ve İskontolar	(1.669.039)	(3.261.684)	51,2%	(2.375.788)	(4.445.626)	53,4%	42,3%
Satışların Maliyeti (-)	(19.467.347)	(32.142.752)	60,6%	(25.434.616)	(58.855.593)	43,2%	30,7%
BRÜT KAR	10.692.978	21.846.537	48,9%	21.003.556	46.108.316	45,6%	96,4%
Kar Marjı (Brüt)	35,5%	40,5%		45,2%	43,9%	103,0%	
Faaliyet Giderleri	(7.353.727)	(11.251.373)	65,4%	(12.027.419)	(21.333.582)	56,4%	63,6%
FAALİYET KARI (FVÖK)	3.339.251	10.595.164	31,5%	8.976.137	24.774.734	36,2%	168,8%
Faaliyet Kar Marjı	11,1%	19,6%		19,3%	23,6%	81,9%	
Diğer Gelir/Giderler	(1.789.920)	(1.161.126)	154,2%	(919.291)	(1.132.763)	81,2%	-48,6%
Finansman Giderleri (Net)	(5.579.105)	(7.242.967)	77,0%	(5.816.377)	(13.973.946)	41,6%	4,3%
VÖK (Vergi Öncesi Kar)	(4.029.774)	2.191.071		2.240.469	9.668.024	23,2%	
Vergi Gelir / Gideri (-)	807.957	68.940		(1.085.825)	(2.417.006)	44,9%	
NET KAR/ZARAR	(3.221.817)	2.260.011		1.154.644	7.251.018	15,9%	
Amortisman (Yat.Amaçlı hariç)	1.237.509	1.594.072	77,6%	1.224.298	1.963.850	62,3%	-1,1%
FAVÖK	4.576.760	12.189.236	37,5%	10.200.435	26.738.585	38,1%	122,9%
FAVÖK Marjı	15,2%	22,6%		22,0%	25,5%	86,2%	

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporları, Şirket, Tera Yatırım Varsayımları

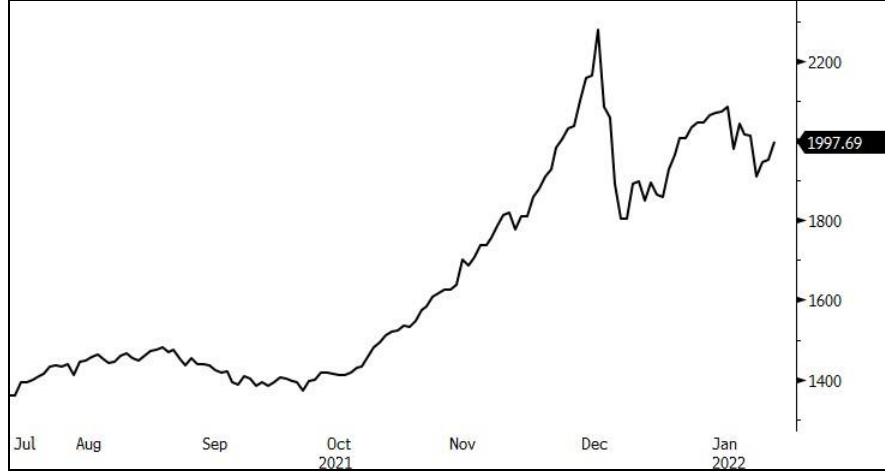
Fiyat tespit raporundaki 2021 sene sonu projeksiyonları göz önüne alındığında 2021 yılının ilk 9 aylık verilerine göre hasılat gerçekleşme oranı %44,2 olmuştur. Bunun sebebi şirketin satışlarında bir mevsimsellik ve sektörün yapısı gereği hak ediş faturalarının sene sonu kesilmesidir. Aynı durum 2020 yılı finansal tablolarına bakıldığında da görülmektedir. 2020/09 dönemi ve 2020 sene sonu hasılat rakamlarına bakıldığında da 2020 yılının 9 aylık döneminde gerçekleşme oranının %55,9 olduğu görülmektedir. 2021 yılı 9 aylık döneminde hasılat rakamı ile ilgili başka bir önemli husus da yurt dışı satışların özellikle pandemi koşullarından dolayı beklendiği gibi gerçekleşmemiş olmasıdır. 2021 yılı 9 aylık döneminde yurt dışı satışları gerçekleşme oranı %6,2 olmuşken bu oran yurtiçi satışlarda %50 olarak gerçekleşmiştir. 2020/09 döneminde ise yurt içi ve yurt dışı satışların gerçekleşme oranı sırasıyla %53,2 ve %78,8’dir.

Satışların maliyetine bakıldığında ise 2021/09 döneminde gerçekleşme %43,2 iken geçen yılın aynı döneminde bu oran %60,6’dır. Bu bağlamda 2021/09 dönemi brüt kar marjı %45,2 olmuş ve 2020/09 aylık dönemi oranı olan %35,5’e göre bir iyileşme gerçekleşmiştir. Bu iyileşmenin sebebi yukarıda belirtildiği üzere satış kompozisyonu içinde hizmet satışlarının artmış olmasıdır.

2021 yılı 09 aylık döneminde FAVÖK rakamlarına bakıldığında gerçekleşme oranı %38,1 iken geçen yılın aynı döneminde bu oran %37,5 olmuştur. FAVÖK kar marjı 2021/09 döneminde %22 olarak gerçekleşmiş ve %15,2 olan 2020/09 dönemi rakamının üstünde kalmıştır. 2021 projeksiyonları göz önüne alındığında FAVÖK marjı gerçekleşme oranı %86,2’dir. Net Finansman giderinde gerçekleşme oranı ise 2021 projeksiyonları ile karşılaştırıldığında %41 olmuştur.

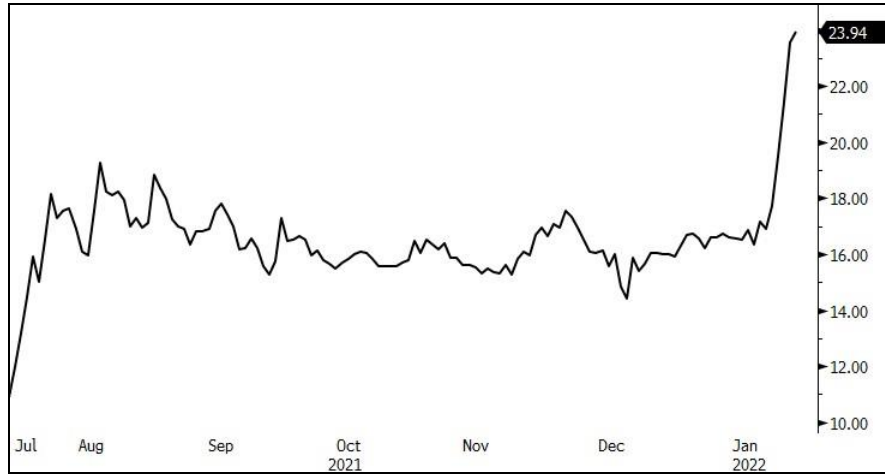
6. HALKA ARZ SONRASINDA FİYATA ETKİ EDEN FAKTÖRLER

Manas Enerji Yönetimi A.Ş. paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 27 Temmuz 2021 tarihinden itibaren BİST100 endeksinin gelişimi aşağıdaki gibi olmuştur.



Kaynak: Bloomberg Terminali

Manas Enerji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Kaynak: Bloomberg Terminali

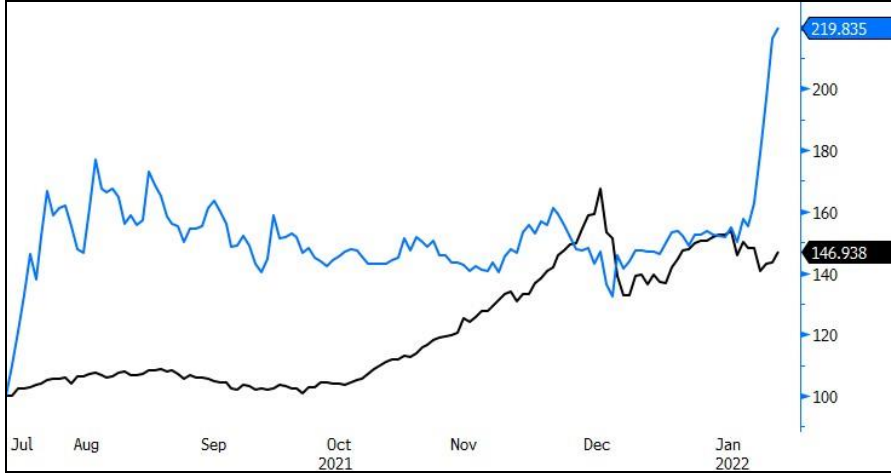
Manas Enerji paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat ve işlem hacmi gelişimi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.



Kaynak: Bloomberg Terminali

13 - 14 Temmuz 2021 tarihinde 9,90 TL pay fiyatı seviyesinden halka arz edilen ve 27 Temmuz 2021 tarihinde Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlayan Manas Enerji Yönetimi A.Ş. payları, takip eden altı aylık periyodun ardından halka arz fiyatına göre %142 oranında artarak 27 Ocak 2022 tarihi itibarıyla 23,94 TL seviyesindeki fiyatla kapanmıştır.

Manas Enerji Yönetimi A.Ş. payları işlem görmeye başlamasından bir iş günü önce, 26 Temmuz 2021 tarihinde 1.349 seviyesinde kapanan BIST100 endeksi 27 Ocak 2022 tarihi itibarıyla 1.997 seviyesinde kapanmıştır. Bu tarihler arasında Manas Enerji Yönetimi A.Ş. pay fiyatı halka arz fiyatı olan 9,90 TL’ye göre %142 oranında artış gösterirken, BIST100 endeksi ise Şirket’in işlem gördüğü dönem boyunca %48 oranında artmıştır.



Kaynak: Bloomberg Terminali

İlk işlem günü 27.07.2001 tarihi 100 kabul edilmek suretiyle Manas Enerji Yönetimi A.Ş. hisse senedinin halka arz edildiği günden bu yana BIST100 endeksine göre gelişimi yukarıdaki grafikteki gibidir. Grafikten görülebileceği üzere 27.01.2022 tarihi itibarıyla Manas Enerji Yönetimi A.Ş. payları BIST100 endeksine göre %72,9 daha yüksek getiri elde etmiştir.