

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

### Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	MANAS
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	13-14 Temmuz 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	12.000.000 TL
Sermaye Artırımı	7.800.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	19.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	39,39%
Talep Toplama Fiyatı	9,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	77.220.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	77.220.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	118.800.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	196.020.000 TL
Fiyat İstikrarı	Planlanmamaktadır.
Halka Arz Sonrası Uygulamalar	Şirket Yönetim Kurulu, payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapılmamasına ve dolaşımdaki pay miktarının artırılmamasına ilişkin taahhüt vermiştir. Şirket ortakları, Şirket sermayesi içinde sahip oldukları veya olacakları payları Halka Arz'a ilişkin izahnamenin KAP'ta ilan edildiği tarihten itibaren 1 yıl boyunca Borsa'da satmayacaklarını ve bu payların borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını taahhüt etmişlerdir. 1 Yıl Likidite Sağlayıcılık İşlemleri Planlanmaktadır.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	76,38
FD/FAVÖK 2020	13,13
PD/DD 2020	3,18

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	126,03
FD/FAVÖK 2020	13,13
PD/DD 2020	1,71

## Özet Bilgi

Manas Enerji Yönetimi Anonim Şirketi, enerji ve su kaynakları yönetimi konusunda ürün ve hizmetler sunan teknoloji şirkettir. Gaz, su, elektrik ve ısı sayaçlarının üretimi, test ve kalibrasyonu, bakımı, bu konularda teknolojik hizmetler sunulması ve enerji verimliliği çözümleri geliştirilmesi, bilgi sistemleri, programlama, yazılım ve danışmanlık hizmetleri verilmesi, savunma sanayi sektörü başta olmak üzere endüstriyel alanda tasarım, ar-ge, ürün geliştirme, imalat ve teknoloji geliştirme hizmetleri sunulmasıdır.

Şirket 15.08.1997 tarihinde TÜRKKART Elektrik Teknik Sanayi Ve Ticaret Limited Şirketi unvanıyla 7 ortaklı bir şirket olarak kurulmuştur. 21.07.1999 Tarihinde Manas Elektronik Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. 30.07.2009 tarihinde şirketin ticaret unvanı halen kullanılan MANAS Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Kurulduğu yıl ön ödemeli su sayacı üretimine başlanmış olup, 2000 yılında ölçüm araçları sektöründe dünyanın lider firması olan (Schlumberger) ITRON'un distribütörlüğünü ve Ankara 1. OSB'deki fabrikasını almıştır. 2002 yılında elektrik sayacı üretimine başlanmış, 2005 yılında Türkiye'nin ilk yerli pos cihazı üretilmiştir. 2007 yılında ön ödemeli gaz sayacı üretimine başlanmasıyla Manas, elektrik, su ve gaz sayaçlarının tamamını üreten bir firma haline gelmiştir.

Şirket, temel enerji kaynaklarının ölçülmesinde sadece ölçüm aracı (sayaç) üreten firma değildir. Aynı zamanda, kaynakların verimli yönetilmesi ve dağıtılmasında da AR-GE çalışmaları yürüterek kayıp-kaçak verimlilik konularında kendine özgü patent ve faydalı modeller ile teknoloji üretmektedir. Sayaçlarda Yakın Alan İletişimi (Near Field Communication-NFC), Radyo Frekans (Radio Frekans-RF), Radyo Paketi Genel Servisi (General Packed Radio Services-GPRS-2G) Nesnelerin İnterneti (The Internet Of Things-IoT) teknolojileri kullanılarak uzaktan erişim ve enerji verimliliğine katkılar sağlanmıştır. Mekanik sayaçların elektronik hale gelmesi için de projeler geliştirilmiş ve ticarileştirilmiştir.

Faaliyet hacminin artmasıyla daha modem, fonksiyonel ve geniş fiziki alan ihtiyacı ortaya çıkmış, 2015 yılında ihtiyaca göre tasarlanan ve inşa edilen 15.000 m2 kapalı alana sahip yeni modem fabrika binasına geçilmiştir. 2017 yılında ARGE merkezi IoT (the internet of things) konusunda çalışmalara başlanmış, Ericsson, Huawei, Nokia gibi firmalara Dar Bant Nesnelerin İnterneti (NarrowBand Internet of Things-NB-IoT-4G) partneri olmuştur.

## Ortaklık Yapısı

Manas Enerji Ortaklık Yapısı	Sermayedeki Payı		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Ahmet Reşat GÖRÜR	9.000.000	75,00%	9.000.000	45,45%
Hüseyin ÇELİK	3.000.000	25,00%	3.000.000	15,15%
Halka Açık Kısım			7.800.000	39,39%
<b>Toplam</b>	<b>12.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>19.800.000</b>	<b>100,0%</b>

### Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

Şirket, sermaye artırımı suretiyle elde edeceği halka arz gelirin %30'unu finansal yükü fazla olan kredilerin kapatılması, %15'ni AR-GE ve yeni yatırımların finansmanı, %55 işletme sermayesinin finansmanı, bu kapsamda stok alımı, sözleşmesi imzalanmış projelerin finansmanının öz kaynaktan karşılanmasında kullanmayı planlamaktadır.

### Mali Tablolar

<b>Manas Enerji Bilanço (TL)</b>			
<b>VARLIKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>26.615.524</b>	<b>29.236.885</b>	<b>42.157.546</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.517.956	3.093.698	4.520.413
Ticari Alacaklar	6.593.019	7.310.506	18.094.174
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	2.360	2.360	4.450
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	6.590.659	7.308.146	18.089.724
Diğer Alacaklar	973.614	2.231.914	838.552
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	829.001	2.099.524	729.282
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	144.613	132.390	109.270
Stoklar	14.918.904	15.939.838	12.964.333
Peşin Ödenmiş Giderler	2.509.938	589.447	5.247.328
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	424.221
Diğer Dönen Varlıklar	102.093	71.482	68.525
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>25.558.394</b>	<b>29.628.864</b>	<b>63.897.939</b>
Maddi Duran Varlıklar	2.009.100	1.966.931	5.724.762
Maddi Duran Varlıklar	18.272.376	18.420.917	46.327.615
Kullanım Hakkı Varlıkları	0	463.014	473.809
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	5.170.654	8.554.354	11.231.970
Peşin Ödenmiş Giderler	106.264	223.648	139.783
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>52.173.918</b>	<b>58.865.749</b>	<b>106.055.485</b>

**Manas Enerji Yönetimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu**

<b>KAYNAKLAR</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>25.005.338</b>	<b>34.400.965</b>	<b>54.735.194</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6.422.485	11.475.574	22.646.449
<i>Banka Kredileri</i>	6.422.485	11.198.253	22.417.423
<i>Kiralama İşlemlerinden Borçlar</i>	-	277.321	229.026
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	9.833.274	11.742.791	18.565.620
Ticari Borçlar	5.112.958	7.430.821	7.153.377
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	191.336	13.497	18.741
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	4.921.622	7.417.324	7.134.636
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	604.352	1.310.539	1.008.132
Diğer Borçlar	24.452	28.773	65.008
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	7.498	-	39.277
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	16.954	28.773	25.731
Ertelenmiş Gelirler	2.469.615	1.557.091	3.319.560
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	-	-	407.346
Kısa Vadeli Karşılıklar	293.566	390.566	587.084
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	244.636	464.810	982.618
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>14.104.398</b>	<b>11.061.135</b>	<b>13.913.497</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	13.238.676	9.811.883	9.660.929
- Banka Kredileri	13.238.676	9.626.617	9.414.516
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	-	185.266	246.413
Uzun Vadeli Karşılıklar	838.774	1.203.510	1.222.414
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	838.774	1.203.510	1.222.414
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	26.948	45.742	3.030.154
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>13.064.182</b>	<b>13.403.649</b>	<b>37.406.794</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	13.064.182	13.403.649	37.406.794
Ödenmiş Sermaye	12.000.000	12.000.000	12.000.000
Kâr veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak	-785.262	-1.274.139	21.173.658
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler			
- Yeniden Değerleme Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	-	-	22.492.083
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/(Kayıpları)	-785.262	-1.274.139	-1.318.425
Geçmiş Yıllar Kâr/(Zararları)	24.654	1.860.880	2.677.788
Net Dönem Kârı/(Zararı)	1.824.790	816.908	1.555.348
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>52.173.918</b>	<b>58.865.749</b>	<b>106.055.485</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

<b>Manas Enerji Gelir Tablosu</b>			
<b>TL</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>
Hasılat	48.165.584	53.760.101	53.989.289
Yıllık Değişim		11,6%	0,4%
Satışların Maliyeti (-)	-33.078.422	-36.858.367	-32.142.752
Yıllık Değişim		11,4%	-12,8%
<b>Brüt Kar/(Zarar)</b>	<b>15.087.162</b>	<b>16.901.734</b>	<b>21.846.537</b>
Yıllık Değişim		12,0%	29,3%
Brüt Kar Marjı	31,3%	31,4%	40,5%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-3.808.019	-5.234.193	-5.559.111
Pazarlama Giderleri (-)	-4.812.234	-4.359.995	-5.341.755
Araştırma Geliştirme Giderleri (-)	-952.035	-248.710	-350.507
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>5.514.874</b>	<b>7.058.836</b>	<b>10.595.164</b>
Yıllık Değişim		28,0%	50,1%
Faaliyet Kar Marjı	11,4%	13,1%	19,6%
Amortisman	906.494	1.910.946	1.594.072
<b>FAVÖK1</b>	<b>6.421.368</b>	<b>8.969.782</b>	<b>12.189.236</b>
Yıllık Değişim		39,7%	35,9%
FAVÖK1 Marjı	13,3%	16,7%	22,6%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.541.960	848.908	881.851
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-1.360.864	-1.412.897	-2.042.977
<b>Esas Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>7.695.970</b>	<b>6.494.847</b>	<b>9.434.038</b>
Yıllık Değişim		-15,6%	45,3%
<b>FAVÖK2</b>	<b>8.602.464</b>	<b>8.405.793</b>	<b>11.028.110</b>
Yıllık Değişim		-2,3%	31,2%
FAVÖK2 Marjı	17,9%	15,6%	20,4%
<b>Finansman (Gideri)/Geliri Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)</b>	<b>7.695.970</b>	<b>6.494.847</b>	<b>9.434.038</b>
Finansman Gelirleri	676.309	586.883	574.936
Finansman Giderleri (-)	-6.148.322	-5.855.072	-8.522.566
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>2.223.957</b>	<b>1.226.658</b>	<b>1.486.408</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	-399.167	-409.750	68.940
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-68.622	-256.510	-407.346
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	-330.545	-153.240	476.286
<b>Dönem Karı (Zararı)</b>	<b>1.824.790</b>	<b>816.908</b>	<b>1.555.348</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme yaklaşımları ve yöntemlerinde belirtilen 2 değerlendirme yaklaşımının (Gelir Yaklaşımı, Pazar yaklaşımı) dikkate alınmıştır.
- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi birçok varsayıma dayanılarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirketin spesifik risklerini de barındırarak kapsamlı bir değerlendirme imkanı sunar.
- Çarpan Analizi yöntemi, borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkanı vermektedir. 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. Çarpan değerlerinde, uç değerlere ulaşmış şirketler çarpan analizlerinin dışında bırakılmıştır.

## Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- 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.
- Şirketin faaliyetleriyle birebir benzer halka açık şirket bulunmamaktadır. Şirket üretim yapısı olarak yeni nesil teknoloji içeren bir yapıda faaliyet göstermektedir. Şirket'in üretmekte olduğu sayıçlar, Sanayi Bakanlığı'nın orta ve yüksek teknolojik sanayi ürünleri listesi sınıflandırmasına göre Yüksek Teknoloji Grubunda bulunmaktadır. Bu sebeple benzer şirket değerlemesinde, BIST teknoloji endeksine (içinde 21 şirket bulunmaktadır, Aselsan dahil olmak üzere) ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinin çeşitlendirilmesi amacıyla, aynı zamanda BIST Sınai endeksi (içerisinde 166 şirket bulunmaktadır) hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu kapsamda her iki endeks içerisinde yer alan şirketler arasından uç değerlere sahip değerler hesaplama dışında tutularak çarpanların aritmetik ortalaması alınmıştır.

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

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

BİST SİNAİ ŞİRKETLER	28.06.2021		
	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ORTALAMA	18,17	16,08	3,75

TEKNOLOJİ BENZER ŞİRKETLER	28.06.2021		
	F/K	FD/FAVÖK	PD/DD
ORTALAMA	23,74	12,07	3,69

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

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/Defter 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.

#### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.

#### Gelirler:

- Şirket'in satış hasılatı, miktar ve birim satışlarının çarpılması ve yeni üretim hattı yatırımlarının devreye gireceği dönemler hesaplanarak 2021-2025 yıllarına ait satış projeksiyonları yapılmıştır. Şirket'in ürünlerdeki iade/iskonto oranının yıllık ortalama %4 seviyesinde olup, gelecek yıllarda da bu oranın korunacağı varsayılmıştır.
- Mevcut mekanik sayaçlar altında gaz sayaçları üretiminin gelecek yıllarda da artarak devam etmesi beklenmektedir. Gerçekleşecek yatırım, G4 sayaç üretimi konusunda temsilciliği yapılan ITRON firmasının Fransa'daki G4 üretim tesisinin tamamının teknoloji transferi ile ülkemize kazandırılmasını içermektedir. Planlanan yatırım kapsamında fabrikanın demontajı yapılarak Ankara 1. OSB'de bulunan fabrika bünyesine taşınması amaçlanmaktadır. Böylelikle ürünün zaman içerisinde, tamamen Türkiye'de üretilecektir.
- Öncelikle iç pazarda satış ve pazarlamasının yapılması, akabinde Türki Cumhuriyetler ve Orta Doğu Ülkeleri ve ilerleyen zamanlarda ise tüm dünyada mekanik G4 sayacın tek üretim merkezinin Manas olması öngörülmektedir. Hali hazırda, mevcut Türkiye pazarı yıllık 1.500.000 adettir ve bu pazar yıllık % 10-20 arasında bir büyüme göstermektedir. Üretimin başlaması ile birlikte bu ürün segmentinde, projeksiyon kapsamında 2022 yılında yurt içine 250 bin adet satışı planlanmakta olup yaklaşık 41 milyon TL Tik bir gelir sağlanması beklenmektedir. Devam eden yıllarda da yurt dışı satışların da gerçekleşmesiyle 2023 yılında toplam 600 bin adet (350 bin yurt içi/250 bin yurt

dışı) satış planlanmakta ve yaklaşık 108 milyon TL'lik bir gelir beklenmektedir. 2024 ve 2025 yılları içinse toplam 800 bin adet (500 bin yurt içi/300 bin yurt dışı) satış beklenmekte olup 2025 yılında hasılatının 174 milyon TL'ye ulaşması beklenmektedir.

- **Satılan Malın Maliyeti:** Nakit akışlarının daha sağlıklı hesaplanması açısından Şirket'in satışlarının yanı sıra maliyetlerinde de detaylı analiz ve projeksiyon yapılmaya çalışılmış olup Satılan Malın Maliyeti de yurt içi distribütörlük, yurt içi üretimden satış, ihracat, savunma ve güvenlik şeklinde dört ana alt başlığa ayrılmış ve her başlık için ilgili maliyetin o yılki alt kırılımlarının satışlarına oranı alınmıştır.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderleri satışların oranı olarak tahmin yılları için (2021-2025) hesaplamaya dahil edilmiş olup, projeksiyon yılları dahilindeki nakit faaliyet giderleri, son yılın (2020) nakit faaliyet giderlerinin hasılatına oranı kullanılarak hesaplanmıştır. 2018 yılında şirketin faaliyet kar marjı %11,4 iken 2019 yılında şirketin faaliyet kar marjı % 13,1 olarak gerçekleşmiştir.
- **İşletme Sermayesi:** Net İşletme Sermayesi 5 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in son üç yıllık performansı düşünülerek ortalama alacak vadesi 60 gün, ortalama borç vadesi 85 gün, stok çevrim hızı ise 140 gün olarak varsayılmıştır.
- **Yatırım Harcamaları:** Projeksiyon yılları kapsamında (2021-2025), AR-GE yatırım harcamalarının hasılatına oranı, geçmiş ve anlaşmaları yapılan gelecek yatırım projeleri dikkate alınarak ortalama %5 olarak öngörülmektedir. Sabit yatırım harcamaları ise bina, teçhizat, mobilya, taşıt vb. yatırımları içermektedir. Projeksiyon kapsamında 2021 ve 2022 yıllarında artış gösteren yatırım harcamaları, Şirket'in ITRON ve yeraltı sulan proje kapsamındaki sabit yatırımlarından kaynaklanmaktadır. Şirket, 2021 ve 2022 yıllarında ITRON ile ilgili toplam 1 milyon Euro yatırım planlamaktadır (yaklaşık 11 milyon TL). Yeraltı sulan ile ilgili ise 2021-2022-2023 yıllarında toplam yaklaşık 4 milyon TL Tik yatırım öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM"):** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
  - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye 5 yıllık devlet tahvil faizi getirisi olarak 2020 yılı faiz oranlarındaki oynaklık göz önüne alınarak %18 şeklinde varsayılmıştır. Tarafımızca makuldür.
  - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Risk Primi (5 yıldan 30 yıla):** %1 olarak alınmıştır.
  - **Beta:** 1 kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti :** %25 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %57,60 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Böylelikle AOSM %21,2 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 241 milyon TL net borç düşülüp, yatırım amaçlı gayrimenkulün satış değeri eklendikten sonra 201 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.



## Değerleme Sonucu:

Sonuç olarak Manas Enerji Yönetimi A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri 147.905.393 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 12.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 12,33 TL'ye karşılık gelmektedir.

Değerleme Sonucu	Piyasa Değeri	Ağırlık	Hesaplanan Değer
İNA Yöntemi	201.055.147	50%	100.527.574
Çarpan Analizi Yöntemi	94.755.639	50%	47.377.820
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>		<b>100%</b>	<b>147.905.393</b>
Ödenmiş Sermaye			12.000.000
Pay Başına Değer			12,33
Halka Arz İskonto Oranı			20%
<b>Halka Arz Fiyatı</b>			<b>9,90</b>

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 9,90 TL olarak belirlenmiştir.

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.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Manasa Enerji fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmamıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Manas Enerji özelinde İNA'nın kullanılmaması olmasını olumlu değerlendirmiyoruz.
- 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. Bu çarpanlarının ortalamasının kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Yurt İçi Şirketler Çarpanlarına %50 ve %20 halka arz iskonto uygulamaları uygulanarak pay başına 9,90 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.
- Gerçekleşecek yatırım, G4 sayaç üretimi konusunda temsilciliği yapılan ITRON firmasının Fransa'daki G4 üretim tesisinin tamamının teknoloji transferi ile ülkemize kazandırılmasını içermektedir. Öncelikle iç pazarda satış ve pazarlamasının yapılması, akabinde Türkiye Cumhuriyeti ve Orta Doğu Ülkeleri ve ilerleyen zamanlarda ise tüm dünyada mekanik G4 sayacın tek üretim merkezinin Manas olması öngörülmektedir. Bu varsayım ile Şirket'in satışlarının büyümesi planlanmaktadır.

- Şirket'in geçmiş dönem performansının ileriye dönük performansı destekleyebilecek bir yapıya sahip olamamasından dolayı AOSM'nin hesaplanır iken ek bir risk primi eklenerek (Şirket'in mevcut satış büyümesini gerçekleştirememesi riskinin yansıtılması) yeniden hesaplanmasının daha uygun olabileceğini düşünüyoruz. Bu ek risk priminin eklenmesi sonucu yeniden hesaplanacak ASOM'nin nakit akım üstündeki etkisinin ayrıca değerlendirilmesi gerektiğini düşünüyoruz.
- Şirket'in mevcut varsayımlarının gerçekleşmesi durumunda halka arz fiyatının uygun olduğunu düşünüyoruz.

Şirketin faaliyet karı ve FAVÖK üretmesine rağmen net kar rakamı oldukça düşüktür. Bu durumun temel sebebi operasyonel giderlerin içreğinden kaynaklanmaktadır. Bu sebeple halka arz değerine göre FD/FAVÖK çarpanı 13x seviyesinde olmasına rağmen F/K çarpanı 76x seviyesindedir. Net kara yansımayan faaliyet karının Şirket değeri üzerinde bir risk unsuru olduğunu değerlendirmekteyiz.

<b>Halka Arz Çarpanları</b>	
F/K 2020	76,38
FD/FAVÖK 2020	13,55
PD/DD 2020	3,18

  

<b>Halka Arz Sonrası Çarpanlar</b>	
F/K 2020	126,03
FD/FAVÖK 2020	13,55
PD/DD 2020	1,71