

Masfen Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu

21 Temmuz 2026

Bu rapor, **Invest-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş.** tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olan Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından **Masfen Enerji A.Ş.** ("Masfen Enerji" veya "Şirket") için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin bir değerlendirme niteliğindedir. Rapor, yatırımcıların pay alım satımına yönelik herhangi bir öneri, tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin yatırım kararlarını ilgili izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Masfen Enerji A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	MASFN
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	555.000.000 TL
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	Sermaye Artırımı 55.000.000 pay
	Ortak Satışı 30.000.000 pay
	Toplam 85.000.000 pay
Halka Arz Satış Fiyatı	45,68 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.882.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,32%
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz Satış ve Talep Toplama Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	22-23-24 Temmuz 2026
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel %80 (68.000.000 adet)
	Yurt İçi Kurumsal %10 (8.500.000 adet)
	Yüksek Başvurulu %10 (8.500.000 adet)
Fiyat İstikrarı	15 gün
Ek Satış	Yoktur

Kaynak: Masfen Enerji A.Ş. İzahname

Şirket; 1 yıl boyunca bedelli/bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını;

Ortaklar; 1 yıl boyunca paylarını dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğini, halka arz fiyatından bağımsız olarak borsa ve borsa dışında satmama taahhüdü vermiştir.

Halka Arza Gelirinin Kullanım Yeri

1. Yenilenebilir Enerji Yatırımları **%75**
2. İşletme sermayesinin güçlendirilmesi **%25**

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,00%	75.000.000	13,51%
	B	175.000.000	35,00%	165.000.000	29,73%
Kemal Onur Karakuş	A	75.000.000	15,00%	75.000.000	13,51%
	B	175.000.000	35,00%	155.000.000	27,93%
Halka Açık Kısım	B	-	-	85.000.000	15,32%
Toplam		500.000.000	100%	555.000.000	100%

Kaynak: Masfen Enerji A.Ş. İzahname

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Masfen Enerji A.Ş., 2014 yılında kurulmuş olup yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, güneş enerjisi santrali (GES) yatırımları, elektrik üretimi ile mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) hizmetleri alanlarında hizmet vermektedir. Masfen, yurt içi ve yurt dışında yenilenebilir enerji projeleri geliştirirken, kendi elektrik üretim portföyünü de büyötmektedir. Şirketin faaliyetleri temel olarak iki ana başlık altında toplanmaktadır.

Yenilenebilir Enerji Üretimi: Masfen, kendisi ve bağlı ortaklıkları aracılığıyla Türkiye ve yurt dışında toplam 117 MWp kurulu güce sahip 83 adet güneş enerjisi santralinden oluşan portföyü yönetmektedir. Bu portföyün 105,8 MWp'i Türkiye'de, 11,2 MWp'i ise Yunanistan'da bulunmaktadır. Portföyün büyük kısmını oluşturan 69,9 MWp'lik 60 santral doğrudan Şirket'in kendisi tarafından işletilirken, kalan santraller Türkiye'deki ve yurt dışındaki bağlı ortaklıklar aracılığıyla yönetilmektedir.

Proje Geliştirme ve EPC Hizmetleri: Şirket; güneş enerjisi (GES), rüzgar enerjisi (RES) ve batarya enerji depolama sistemleri (BESS) projelerinde proje geliştirme, mühendislik, tedarik, kurulum, yasal izin süreçleri ve devreye alma hizmetlerini kapsayan anahtar teslim EPC çözümleri sunmaktadır. Bugüne kadar toplam 597,9 MWp EPC projesini tamamlayan şirketin, sözleşmesi imzalanmış 837 MWp büyüklüğünde devam eden proje stoku bulunmaktadır.

Şirket ayrıca geliştirdiği MasTrack güneş takip sistemi ile güneş enerjisi santrallerinde %25'e kadar verimlilik artışı sağlayabilen teknolojiye sahip olup, yurt içi ve yurt dışında yenilenebilir enerji yatırımlarını büyötmeye devam etmektedir.

3. Finansal Bilgiler

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 3 – Karşılaştırmalı Bilanço Tablosu

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Toplam Dönen Varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Toplam Duran Varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
TOPLAM VARLIKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	699.773.097	703.063.349	1.114.410.016	1.307.669.961
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	2.299.924.912	1.798.109.088	2.795.425.477	3.100.356.434
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	2.572.474.644	5.512.805.727	8.635.932.306	9.297.538.607
TOPLAM KAYNAKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041

Kaynak: Masfen Enerji A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ile 31.03.2025 ve 31.03.2026 ara dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Tablo 4 – Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	2.813.308.285	4.381.054.826	3.857.987.719	400.605.961	1.207.255.723
Satışların Maliyeti	-1.825.259.320	-2.159.491.884	-2.165.035.798	-261.266.655	-915.594.165
Brüt Kar	988.048.965	2.221.562.942	1.692.951.921	139.339.306	291.661.558
Esas Faaliyet Kar (Zararı)	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	1.126.454.464	2.808.619.327	2.407.890.299	250.640.342	530.686.205
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar (Zararı)	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
Dönem Karı (Zararı)	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569

Kaynak: Masfen Enerji A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme Özeti

DenizYatırım, halka arz fiyatının tespitinde Gelir Yaklaşımı- İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) ve Pazar Yaklaşımı-Çarpan Analizi yöntemlerini beraber kullanmıştır. Bu yöntemlerinin %50-%50 oranında ağırlıklandırılması sonucunda, 28.551 milyon TL Şirket değeri tespit edilmiştir. %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmasıyla ulaşılan 22.840 milyon TL toplam değer neticesinde, pay başına halka arz fiyatı 45,68 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 5 – Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Milyon TL)
İndirgenmiş Nakit Akım Analizi	29.482	50%	14.741
Çarpan Analizi	27.619	50%	13.810
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri		100%	28.551
Halka Arz İskontosu (%)			20,00%
İskontolu Şirket Değeri			22.840
İskontolu Halka Arz Fiyatı			45,68

Kaynak: Masfen Enerji A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

5. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Masfen Enerji A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Nihai değerin tespit edilmesi aşamasında indirgenmiş Nakit Akımları ve Borsadaki Kılavuz Emsaller yöntemlerine eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- ✓ Sonuç olarak, yapılan incelemeler neticesinde ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Şirket için %20 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 45,68 TL halka arz fiyatının makul olduğunu buluyoruz.



Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler 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, INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVEST-AZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.