



MASFEN ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS
ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE
DEĞERLENDİRME RAPORU**

01.01.2026-30.06.2026

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

1. RAPORUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 nolu Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve KAP'ta yayımlaması zorunludur.

İlgili rapor, Masfen Enerji A.Ş.'nin ("Şirket") halka arz sürecinde belirlenen halka arz fiyatının dayandığı varsayımların, Şirket'in 2026 yılı 2. çeyrek dönemine ait gerçekleşen finansal sonuçlar ile karşılaştırılmasına yönelik olarak hazırlanmıştır.

Rapor kapsamında, 22-23-24.07.2026 tarihlerinde gerçekleşen halka arzına aracılık eden Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan ve 17.07.2026 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan 22.06.2026 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan varsayımlar ile 2026 yılı 2.çeyrek gerçekleştirmeleri karşılaştırılmaktadır.

Analiz kapsamında; şirketin operasyonel ve finansal performansı, kullanılan değerlendirme yöntemleri, varsayımlar ile gerçekleştirmelerin uyumu ve yatırımcıya etkisi yorumlanmaktadır.

2. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ VE HESAPLAMALAR

Şirket'in pay başına beher değerinin belirlenebilmesi amacıyla "Pazar Yaklaşımı" kapsamında piyasa çarpanları analizi ve "Gelir Yaklaşımı" kapsamında indirgenmiş nakit akımları yöntemi kullanılmış olup, her iki temel değerlendirme yöntemi eşit oranda ağırlıklandırılmıştır:

Değerleme Yaklaşımı / Değerleme Yöntemi	Ağırlık
A. Pazar Yaklaşımı Kapsamında	
i. Piyasa Çarpanları Analizi (FD/FAVÖK - FD/Satışlar)	%50
<i>ii Yurt İçi Benzer Şirketler</i>	<i>%60</i>
<i>ii Yurt Dışı Benzer Şirketler</i>	<i>%40</i>
B. Gelir Yaklaşımı Kapsamında	
i. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)	%50

2.1. Pazar Yaklaşımı Kapsamında Hesaplamalar ve Sonuçlar

Bu yöntemde, Şirket'in faaliyet gösterdiği sektördeki benzer yurt içi ve yurt dışı halka açık şirketlerin değerlendirme çarpanları karşılaştırılarak Şirket değeri belirlenmektedir. Benzer şirket seçimi hususunda ağırlıklı olarak teknoloji sektöründe borsaya kote işlem gören, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler çarpan analizinde dikkate alınmıştır.

Masfen Enerji'nin 31.03.2026 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerlendirme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileri ile ilgili bölümlerde açıklanan yurt içi ve yurt dışı benzer şirket gruplarının çarpan değerleri ve bunlara göre hesaplanan Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Şirket Değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler	mn TL
Son 12 Ay FAVÖK	1.877
Net Finansal Borç (Nakit)	(4.480)

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan
Yurt içi	60,0%	9,6x
Yurt Dışı	40,0%	16,4x
FD/FAVÖK	100,0%	

Çarpan analizine göre değerlendirme sonuçlarını gösterir tablo aşağıda yer almaktadır. Şirket'in çarpan analizi yöntemiyle Firma Değeri/Faiz Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanına göre özsermaye değeri 27.619 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Hesaplanan Piyasa Değeri Milyon TL
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	60%	22.517
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	40%	35.271
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	27.619

2.2. Gelir Yaklaşımı Kapsamında Hesaplamalar ve Sonuçlar

Gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Bu yöntemin zayıf yönü geleceğe yönelik bir takım varsayımlar içermesidir. Bu varsayımların gerçekleşmemesi ya da öngörülerden sapması durumunda Şirket değeri de değişebilecektir.

Gelir yaklaşımı çerçevesinde İndirgenmiş Nakit Akım Projeksiyonuna (İNA) göre Şirket değeri tespitinde kullanılan projeksiyonda 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 31.03.2026 dönemi faaliyet sonuçları baz olarak esas alınmış olup, EPC faaliyetleri için projeksiyon dönemi olarak 2026- 2035 yılları arası kabul edilirken, elektrik üretim ve satış faaliyetleri için ise 2026-2068 dönemi projeksiyon dönemi olarak kabul edilmiştir. Projeksiyon döneminde ulaşılması öngörülen nakit akımları ve diğer finansal verilerin; projeksiyon dönemine göre belirlenen makul bir geçmiş dönemde, değerlendirme konusu Şirket tarafından



elde edilen nakit akımları ve diğer finansal veriler ile uyumlu, tutarlı ve öngörülebilir olmasına özen gösterilmiştir.

Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet gösterdikleri ülkenin para biriminin Türk Lirası (TL), Euro (EUR), Rumen Leyi (RON) olmasına rağmen Şirket'in geçerli para birimi ABD Doları'dır. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satıma konu olan ürünler yüksek ağırlıklı olarak döviz ve/veya döviz bazlı (ABD Doları "USD") olarak fiyatlanmaktadır. Şirket'in gider kalemlerinin fiyatlamaları da yüksek ağırlıklı olarak USD cinsinden veya USD bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu sebeplerle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindendir.

Şirket'in İNA yöntemine göre özsermaye değeri 29.482 Milyon TL (634,6 Milyon USD, USD/TL Kur 46,4593) olarak hesaplanmıştır.

2.3. Değerleme Sonucu

Şirket'in değerlemesinde nihai özkaynak değeri tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları Modeli ve Çarpan Analizi Yöntemi eşit ağırlıklandırılmış olup, 28.551 Milyon TL özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Şirket'in sermayesi 500.000.000 TL olup, Şirket'in halka arz pay başına pay değeri 57,10 TL olarak hesaplanmıştır. %20 oranında uygulanan halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 22.840 Milyon TL olup, pay başına değer ise 45,68 TL olarak hesaplanmıştır.

Değerleme özetini gösterir özet tablo aşağıdaki gibidir.

Değerleme Sonucu (Milyon TL)	Hesaplanan Özsermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	22.517	30%	6.755
Yurt Dışı Çarpanlara Göre Özsermaye Değeri	35.271	20%	7.055
İNA Modeline Göre Özsermaye Değeri	29.482	50%	14.741
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (Milyon TL)		100%	28.551
Pay Değeri			57,10
Halka Arz İskontosu			20%
İskontolu Şirket Özsermaye Değeri (TL)			22.840
İskontolu Pay Değeri			45,68

3. DEĞERLENDİRME

Fiyat Tespit Raporu'nda bulunan 2026 yılı ilk yarısına ilişkin gelir tablosu tahminleri ile 2026 yılı ilk yarısına ilişkin gerçekleştirmelere aşağıdaki gibi karşılaştırılmıştır.



Gerçekleşmeler (Milyon USD)	2026 İlk Yarı Projeksiyon	2026 İlk Yarı Gerçekleşme	2026 İlk Yarı Gerçekleşme Oranı
Hasılat	54,94	56,91	104%
Satışların Maliyeti	(41,93)	(42,75)	102%
Brüt Kar	13,01	14,16	109%
Faaliyet Giderleri	(1,16)	(0,93)	80%
Faaliyet Karı	11,85	13,23	112%
FAVÖK	13,98	15,39	110%

Yukarıdaki gerçekleşme tablosunda görüleceği üzere 2026 yılının ilk yarısında gerçekleştirmeleri, halka arz fiyatının tespitinde kullanılan 2026 ilk yarısına ilişkin projeksiyon tahminlerinin üzerindedir. Halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan 2026 yılı ilk yarısına ilişkin varsayımlarının tutarlılığı 2026 yılı ilk yarısında gerçekleşen rakamlar ile teyit edilebilmektedir.

Saygılarımızla,

Masfen Enerji Anonim Şirketi