



MASFEN ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu

22.06.2026

DenizYatırım

İçindekiler

1. Giriş	10
2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu	12
2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi	12
2.2. Değerleme	14
3. Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji")	14
3.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	14
3.2. Tarihçe ve Kurumsal Yapı	15
3.3. Faaliyetler Hakkında Bilgi	18
3.4. Finansal Tablolar	31
3.4.1. Bilanço	31
3.4.2. Gelir Tablosu	33
4. Sektörel Bilgiler	34
5. Değerleme Yaklaşımları	37
5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)	38
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	38
6. Değerleme	39
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	39
6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri	39
6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları	40
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	43
6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar	43
6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi	43
6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar	44
6.2.4. Şirket'in Faaliyet Alanları ve Şirket Değeri Hesaplama Metodolojisi	44
6.2.5. EPC Faaliyetleri	45
6.2.6. Elektrik Üretim Faaliyetleri	59
6.2.7. Masfen Enerji Konsolide Net Borç ve Şirket Değeri	66
7. Sonuç	67
Ekler	68

KISALTMA VE TANIMLAR

KISALTMALAR	TANIMLAR
1 ABD Doları cent	: 1 ABD Doları'nın 1/100'üne eşit olan para birimi
A.Ş.	: Anonim Şirketi
AAB Enerji	: AAB Enerji Üretim Tarımsal Ürünler Gıda İnşaat Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / Amerikan Doları	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AC	: Alternatif Akım (<i>Alternating Current</i>)
Aceka 2	: Aceka 2 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Aceka 3	: Aceka 3 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Ankasun Enerji	: Ankasun Enerji Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Ar-Ge	: Araştırma – Geliştirme
Atlas Energeiaki	: Atlas Energeiaki Thessalias Single Member IKE
Avro / EUR / Euro	: Avrupa Birliği para birimi
BDİ Enerji	: BDİ Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
BESS	: Müstakil depolama tesisi (<i>Battery Energy Storage System</i>)
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Bilgidar 2	: Bilgidar 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Buselik 2	: Buselik 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Buselik 3	: Buselik 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi

KISALTMALAR	TANIMLAR
Covid-19	: Koronavirüs hastalığı
Ç1	: Birinci Çeyrek, küçükten büyüğe sıralanmış bir veri setinde gözlemlerin %25'inin altında kaldığı değerdir.
Ç3	: Üçüncü Çeyrek, küçükten büyüğe sıralanmış bir veri setinde gözlemlerin %75'inin altında kaldığı değerdir.
ÇA	: Çeyrekler Açıklığı, Birinci çeyrek ile üçüncü çeyrek arasındaki farktır. (Ç3-Ç1)
ÇED	: Çevresel Etki Değerlendirmesi
ÇED Raporu	: Çevresel Etki Değerlendirmesi Raporu
ÇED Yönetmeliği	: 29.07.2022 tarihli ve 31907 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Çevresel Etki Değerlendirmesi Yönetmeliği
Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği	: 14.04.2009 tarihli ve 27200 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasası Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği
Deniz Yatırım / Yetkili Kuruluş / Aracı Kurum / Konsorsiyum Lideri	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler Anonim Şirketi
Dimetoka 2	: Dimetoka 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Dimetoka 3	: Dimetoka 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
EDT	: Elektrik Depolama Tesisi
Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği	: 02.11.2013 tarihli ve 28809 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği
Emirhisar Enerji	: Emirhisar Enerji İnşaat Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
ENH	: Enerji Nakil Hattı
EPC	: Mühendislik (<i>Engineering</i>), Tedarik (<i>Procurement</i>) ve İnşaat / Kurulum (<i>Construction</i>)
EPDK	: T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu

KISALTMALAR	TANIMLAR
EPIAŞ	: Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EPKn	: 30.03.2013 tarihli ve 28603 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
Esas Sözleşme	: Masfen Enerji Anonim Şirketi’nin esas sözleşmesi
ETKB	: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı
EÜAŞ	: Elektrik Üretim A.Ş.
FNT Gıda	: FNT Gıda Turizm İç ve Dış Ticaret Sanayi Limited Şirketi
GES	: Güneş elektrik santrali
Grup	: Şirket ve bağlı ortaklıkları
GSYİH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
GVK	: 06.01.1961 tarihli ve 10700 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
GW	: Gigawatt
GWh	: Gigawatt saat
IKE	: Yunanistan hukukunda özel sermayeli şirket (<i>Ιδιωτική Κεφαλαιουχική Εταιρεία</i>)
ISIN	: Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası (<i>International Securities Identification Number</i>)
İmar Kanunu	: 09.05.1985 tarihli ve 3194 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 3194 sayılı İmar Kanunu
İsfahan 3	: İsfahan 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
İSG	: İş sağlığı ve güvenliği
İş Kanunu	: 10.06.2003 tarih ve 25134 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 4857 sayılı İş Kanunu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

KISALTMALAR	TANIMLAR
Kayrabey Enerji	: Kayrabey Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
KDV	: Katma Değer Vergisi
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
kr / krş	: Kuruş
kV	: Kilovolt
KVK	: 21.06.2006 tarihli ve 26205 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
kW	: Kilowatt
kWh	: Kilowatt saat
Ltd. Şti.	: Limited Şirketi
m ²	: Metrekare
Maki Enerji	: Maki Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
Marel	: Marel Bilişim Mühendislik Enerji İnşaat İletişim Turizm Gıda Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi
Masfen / Şirket / İhraççı	: Masfen Enerji Anonim Şirketi
Masfen Romanya	: Masfen Romania S.R.L.
Metges Enerji	: Metges Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi
Meva Mühendislik	: Meva Mühendislik Bilişim Enerji İnşaat İletişim Turizm Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MW	: Megawatt
MWe	: Megawatt elektrik
MWh / MWs	: Megawatt saat

KISALTMALAR	TANIMLAR
MWm	: Megawatt mekanik
MWp	: Megawatt pik
Onan 2	: Onan 2 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Onan 3	: Onan 3 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
Papatya Enerji	: Papatya Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
Primo	: Primo Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Primo Şirketleri	: Primo'nun bağlı ortaklıklarını teşkil eden Altınorda Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Meca Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Bahçesaray Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., BT 1 Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Alfabetta Enerji ve Sanayi Ticaret A.Ş., Lamda Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Güneş Enerjisi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Ges Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Vizi Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Güneşim Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Cento Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Raggio Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Tessa Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.
PTF	: Piyasa takas fiyatı
PwC	: PricewaterhouseCoopers
RES	: Rüzgar Enerjisi Santrali
Santraller	: Şirket'in ve/veya tüm bağlı ortaklıklarının ve iştiraklerinin bilfiil işlettikleri ve/veya işletecekleri elektrik enerjisi üretimi faaliyetinde bulunan santraller
SCADA	: Veri tabanlı kontrol ve gözetleme sistemi (<i>Supervisory Control And Data Acquisition System</i>)
Serimer	: Serimer Optik Medikal Kırtasiye Temizlik İnşaat İthalat İhracat Sanayi Ticaret Limited Şirketi

KISALTMALAR	TANIMLAR
SPKn	: 10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
S.R.L.	: Romanya hukukunda limited şirket (<i>Societate cu Răspundere Limitată</i>)
Syn. P.E.	: Yunanistan hukukunda sınırlı sorumlu kooperatif (<i>Συνεταιρισμός Περιορισμένης Ευθύνης</i>)
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB / Merkez Bankası	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
Tesla 1	: Tesla 1 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Tesla Şirketleri	: Birlikte, Tesla 1 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 2 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 6 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 7 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 8 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 9 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 10 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 11 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 12 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tesla 13 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
Toprakkale	: Toprakkale Altyapı ve Malzeme Hizmetleri Anonim Şirketi
TTK	: 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TWh	: Terawatt saat

KISALTMALAR	TANIMLAR
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
Üretim Şirketleri	: Şirket'in elektrik enerjisi üretimi faaliyetinde bulunan ve bilfiil Santraller'i işleten ve/veya işletecek olan tüm bağlı ortaklıkları ve iştirakleri
VUK	: Vergi Usul Kanunu
YEK	: Yenilenebilir enerji kaynakları
YEKA	: Yenilenebilir enerji kaynak alanları
YEKDEM	: Yenilenebilir enerji kaynakları destekleme mekanizması
YEKDEM Yönetmeliği	: 01.10.2013 tarihli ve 28782 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Belgelendirilmesi ve Desteklenmesine İlişkin Yönetmelik
Yeniçağ 1	: Yeniçağ 1 Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
Yenilenebilir Enerji Kanunu	: 18.05.2005 tarihli ve 25819 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("DenizYatırım") ile Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji") arasında 26.07.2024 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- DenizYatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Reform Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan; 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025, 31 Mart 2026 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerlendirme çalışması, bilinen değerlendirme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi: 22.06.2026

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme Çalışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Çağatay Ünsal, kariyerine 2021 yılında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Uzman Yardımcısı olarak başlamış, görevini Kurumsal Finansman Yönetmeni olarak sürdürmektedir. Koç Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Ekonomi alanında tamamlayan Çağatay Ünsal Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 916087) sahiptir.

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi

Şirket, Isparta Ticaret Sicil Müdürlüğü nezdinde 27.05.2014 tarihinde "Masfen Enerji Anonim Şirketi" unvanı ve 11383 ticaret sicil numarası ile tescil edilmiş ve süresiz olarak kurulmuştur.

Şirket, yasal mevzuat uyarınca; esas sözleşmesinde de yer alan ve aşağıda detaylı olarak açıklanan iki ana konuda faaliyet göstermektedir. Şirket'in ana faaliyet konuları: (1) yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmekte ve (2) yenilenebilir enerji santralleri için proje geliştirme ve EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri) ile iştigal etmektedir.

Bu kapsamda Şirket:

- 1. Yenilenebilir Enerji Üretimi:** Şirket yapmış olduğu GES yatırımları ile elektrik üretim ve ürettiği elektriğin satışı faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler (*special purpose vehicle - SPV*) niteliğindeki bağlı ortaklıkları vasıtasıyla, bir yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.
- 2. Proje Geliştirme & EPC Hizmetleri:** Kamu kurum ve kuruluşları ve özel hukuk tüzel kişileri de dahil olmak üzere çeşitli gerçek ve tüzel kişilere GES inşaatı, kurulumu, bakımı ve onarımı hizmetleri ve bunların yanı sıra, GES projelerinin geliştirilmesi, GES'lerin işletmeye alınması sürecinde EPDK da dahil olmak üzere, yasal makamlardan gerekli izinlerin ve lisansların alınması gibi süreçlere ilişkin danışmanlık hizmetleri sağlamaktadır. Bununla birlikte Şirket, RES projeleri için enerji nakil hattı ve şalt sahası projelendirmesi ve inşaatı hizmetleri ile enerji depolama sistemlerinin kurulması hizmetlerini de yerine getirmektedir.

Yenilenebilir Enerji Üretimi Faaliyetleri:

İşbu rapor tarihi itibarıyla:

- Şirket'in bizzat işlettiği, Türkiye'de kurulu toplam 69,92 MWp / 58,07 MWe kurulu gücünde 60 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.
- Şirket'in Türkiye'deki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, Türkiye'de kurulu toplam 35,92 MWp / 22,89 MWe kurulu gücünde 2 adet lisanslı (toplamda 24,50 MWp / 14,00 MWe), 10 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.
- Şirket'in yurtdışındaki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, yurtdışında kurulu toplam 11,20 MWp / 10,94 MWe kurulu gücünde 11 adet güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

Şirket ve bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES'lerin kurulu güçleri toplamı, işbu İzahname tarihi itibarıyla 117,04 MWp / 91,90 MWe'dir.

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	60	69,92	58,07
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	10	11,42	8,89
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt dışı	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santralleri satışlarını alım garantisi kapsamında gerçekleştirmektedir. Yurt içindeki santrallerin tamamı YEKDEM kapsamındadır. 31.03.2026 itibarıyla bu santrallerin YEKDEM alım garantisi kapsamında kalan sürelerinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi 2,7 yıldır. Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santrallerinin alım garantisi kapsamında kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi ise 4,1 yıldır.

Şirket'in Romanya'da devam eden 2027 Nisan itibarıyla tamamlanması planlanan toplamda 65,1 MWp kurulu güce sahip olacak GES yatırımı bulunmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla tesislerin tamamlanma derecesine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Proje Adı	İli	Güç (MWp)	Finansman Şekli	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	Özkaynak (%100)	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	Özkaynak (%100)	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	Özkaynak (%100)	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	Özkaynak (%100)	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	Özkaynak (%100)	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1		22,3%	

EPC Faaliyetleri:

Şirket, kurulduğu 27.05.2014 tarihinden itibaren 31.03.2026 tarihine kadar yatırımcılar için yurt içinde ve yurt dışında 562 MWp büyüklüğünde GES tesisinin kurulumunu ve revizyonunu gerçekleştirmiştir.

31.03.2026 itibarıyla 2026 ve 2027 yıllarında tamamlanmak üzere Şirket'in sözleşmesi imzalanmış ya da imza aşamasında olan;

- Yurt içinde 305 MWp kurulu güce sahip GES tesis kurulum projesi; 108 MWp güce sahip RES tesisinin enerji nakil hattı ve şalt sahası kurulumu projesi ve 68 MWp güce sahip RES tesis kurulum projesi bulunmaktadır.
- Yurt dışında toplamda 19 MWp'i diğer müşteriler için 65 MWp'i kendi adına olmak üzere toplamda 84 MWp kurulu güce sahip GES tesis kurulumu projeleri ve 330 MWh kapasiteli enerji depolama tesisi kurulum projeleri bulunmaktadır.

2.2. Değerleme

Masfen Enerji pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye;

BİST'te işlem gören şirketler ile yurt dışı piyasalarda işlem gören, Şirket ile benzer faaliyet alanlarına sahip seçilmiş firmalar dahil edilmiştir. Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları rapor tarihi itibarıyla hesaplanmış, medyan değerleri kullanılmıştır. FD/FAVÖK medyan çarpan değeri hesaplamasında; kapanış tarihinde söz konusu şirketlerden FAVÖK tutarı negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30,0'dan büyük olan çarpanlar değerlendirme dışı bırakılarak medyan değer hesaplanmıştır.

Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2023-2025 dönemleri gerçekleştirmeleriyle uyumlu bir perspektif ile oluşturulmuştur.

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50, Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 28.551 milyon TL ve Birim Pay Değeri 57,10 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 halka arz iskontosu uygulanarak **Halka Arz Şirket Değeri 22.840 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 45,68 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29.482	50,0%	58,96
Çarpan Analizi	27.619	50,0%	55,24
FD/FAVÖK	27.619	100,0%	55,24
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	28.551	100,0%	57,10
Halka Arz İskontosu	20,0%		
Halka Arz Şirket Değeri	22.840		45.68

3. Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji")

3.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK'nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 13.06.2024 tarih ve 33/862 sayılı izni ile bu sisteme geçmiştir.

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 2.500.000.000 TL olup, her biri 1,00 TL itibari değerinde 2.500.000.000 adet paya bölünmüştür.

Mevcut Ortaklık Yapısı

İzahname tarihi itibarıyla, Şirket'in çıkarılmış sermayesi 500.000.000 TL olup, bu sermaye her biri 1,00 TL nominal değerinde toplam 500.000.000 adet paydan oluşmaktadır. Bu sermayenin tamamı muvazaadan arı bir şekilde tamamen ödenmiştir.

Şirket'in payları her biri 1,00 TL nominal değerinde olmak üzere 2 ayrı gruba ayrılmış olup, toplam 500.000.000 adet payın 150.000.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 350.000.000 adedi hamiline yazılı B Grubu paylardan oluşmaktadır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy hakkı imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur. Her bir A Grubu pay, sahibine 5 (beş) oy hakkı vermektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,00
	B	175.000.000	35,00
Kemal Onur Karakuş	A	75.000.000	15,00
	B	175.000.000	35,00
Toplam		500.000.000	100,00

3.2. Tarihçe ve Kurumsal Yapı

Tarihçe ve Kurumsal Yapı

- 2014**
- Şirket, “Masfen İnşaat Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi” unvanıyla 27.05.2014 tarihinde 100.000 TL kuruluş sermayesi ile Isparta Ticaret Sicil Müdürlüğü’ne tescil edilerek kurulmuştur. Şirket’in kurulduğu dönemde faaliyet alanı temel olarak inşaat, taahhüt ve müteahhit işleri, elektrik üretim tesisi kurulması, elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektrik enerjisinin satışı olarak belirlenmiştir.
- 2015**
- 30.12.2015 tarihli genel kurul toplantısında, 100.000 TL olan sermayesinin 1.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 21.01.2016 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 27.01.2016 tarihli ve 8998 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
 - Şirket ilk EPC projesini (Kayı GES projesi) 2015 yılının Aralık ayında tamamlamıştır.
- 2016**
- Şirket’in 23.12.2016 tarihli genel kurul toplantısında, 1.000.000 TL olan sermayesinin 5.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 02.01.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 09.01.2017 tarihli ve 9237 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
- 2017**
- Şirket’in 28.09.2017 tarihli genel kurul toplantısında, 5.000.000 TL olan sermayesinin 10.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 23.10.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 06.11.2017 tarihli ve 9445 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
 - Şirket, mevcut GES yatırımlarından ilkinin 06.12.2017 tarihinde bağlı ortaklıkları Utaş Enerji İnşaat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi ve Pe Enerji Üretim Dağıtım Anonim şirketlerini kül halinde devir almak suretiyle bu sayılan bağlı ortaklıklar ile birleşerek gerçekleştirmiştir. Toplam 2,40 MWp / 1,70 MWe kurulu güce sahip GES’ler böylece Şirket’in mülkiyetine geçmiştir. Şirket’in taraf olduğu bu birleşme işlemi 19.12.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 02.01.2018 tarihli 9485 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
- 2018**
- Şirket’in 19.09.2018 tarihli genel kurul toplantısında, 10.000.000 TL olan sermayesinin 20.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz

	konusu sermaye artırımı kararı 20.09.2018 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 26.09.2018 tarihli ve 9668 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
2019	• Şirket'in 11.12.2019 tarihli genel kurul toplantısında, 20.000.000 TL olan sermayesinin 40.000.000 TL'ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 11.12.2019 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 16.12.2019 tarihli ve 9973 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır. • Şirket, Metges Enerji, AAB Enerji ve Tesla Şirketlerinin paylarının tamamını devralmıştır. Şirket'in 2019 yılı bağlı ortaklık edinimleri ile kontrolündeki GES'lerin kurulu gücü toplam 27,97 MWp'e ulaşmıştır.
2020	• Şirket kendi bünyesindeki çalışmaları neticesinde kendi tasarım ve üretimi olarak geliştirilen yazılım ve donanımına sahip güneş takip sistemi olan MasTrack sistemini hayata geçirmiştir. Hava durumunu SCADA sistemi ile takip edebilen ve yön değişimini gerçekleştirerek GES tesislerinde %25'e kadar verim artışı elde edilebilen ve hava durumu sensörleri yardımıyla rüzgâr, yağmur ve karlı hava durumlarını da takip edebilen MasTrack, solar panellere zarar verebilecek hava koşullarında fotovoltaiik modülleri koruma pozisyonuna alarak, GES güvenliğinin sağlanmasına yardımcı olan bir sistemdir. Ayrıca güneş panellerinin üzerine düşen gölgeyi minimize ederek üretim verimliliğini artırmaktadır.
2021	• Şirket Avrupa Birliği tarafından desteklenen, enerji verimliliği alanındaki projelerden biri olan <i>Match-Up</i> projesi kapsamında Antalya Büyükşehir Belediyesi hizmet binasının ve Antalya Ulaşım A.Ş. tramvay atölyesi binasının çatısına, çatı tipi güneş enerji santrali ve elektrik depolama sistemi kurulumu projesini 2021 yılında tamamlamıştır. Bu proje kapsamında kurulum yapılan bina, depolamalı çatı GES'ler ile enerjisini üreterek depolayan Türkiye'deki ilk kamu binası olma özelliğini taşımaktadır. • Şirket tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen GES'lerin toplam kurulu gücü 2021 sonu itibarıyla 52,47 MWp seviyesine ulaşmıştır.
2022	• Şirket, hava koşulları ve mevsime bağlı olarak güneş enerjisinden elde edilen günlük elektrik miktarının değişiklik göstermesi nedeniyle, kendi bünyesindeki Ar-Ge ekibi çalışmaları sonrasında tersine mühendislik uygulanarak üretilen elektriğin kesintisiz bir şekilde kullanılması için depolama amacıyla "MastekShield Batarya Yönetim Sistemlerini" geliştirmiştir. MastekShield Batarya Yönetim Sistemleri, "KOSGEB AR-GE ve İnovasyon Programı" desteğine hak kazanmıştır. • Şirket Primo'nun paylarının tamamını (%100) iktisap etmiştir. Şirket Primo paylarını iktisap etmek suretiyle, Primo'nun paylarının tamamına sahip olduğu bağlı ortaklıklarını (Primo Şirketleri'ni) dolaylı

olarak kontrol etmeye başlamıştır. Şirket'in 2022 yılı içerisinde gerçekleştirmiş olduğu bağlı ortaklık edinimleri ile birlikte Şirket'in doğrudan veya dolaylı olarak kontrolündeki GES'lerin toplam kurulu gücü 2022 sonu itibarıyla 5,998 MWp'i Yunanistan'da olmak üzere 90,14 MWp seviyesine ulaşmıştır.

2023

- Şirket'in 12.12.2023 tarihli genel kurul toplantısında, Şirket'in unvanının "Masfen Enerji Anonim Şirketi" olarak değiştirilmesi ve Şirket'in 40.000.000 TL olan sermayesinin 500.000.000 TL'ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu unvan değişikliği ve sermaye artırımı kararı 12.12.2023 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 12.12.2023 tarihli ve 10977 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
- Şirket'in bağlı ortaklığı Primo, kendi bağlı ortaklıkları olan Primo Şirketleri'ni kül halinde devir almak suretiyle bu şirketler ile birleşmiştir. Akabinde ise Şirket, bağlı ortaklığı Primo'yu kül halinde devir almak suretiyle Primo ile birleşmiştir. Bu birleşmeler neticesinde Primo ve Primo Şirketleri tasfiyesiz şekilde infisah etmişlerdir. Şirket'in taraf olduğu bu birleşme işlemi 21.12.2023 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 26.12.2023 tarihli 10987 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
- Şirket Aceka 2, Aceka 3, Bilgidar 2, Buselik 2, Buselik 3, Dimetoka 2, Dimetoka 3, FNT Gıda, İsfahan 3, Marel, Meva Mühendislik, Onan 2, Onan 3 ve Serimer'in paylarının tamamını (%100) iktisap etmiştir. Şirket bu payları iktisap etmek suretiyle söz konusu şirketlerin paylarının tamamına sahip olduğu bağlı ortaklıklarını da dolaylı olarak kontrol etmeye başlamıştır. Şirket'in 2023 yılında gerçekleştirmiş olduğu bağlı ortaklık edinimleri ile birlikte Şirket tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen GES'lerin toplam kurulu gücü, 11,20 MWp'i Yunanistan'da olmak üzere, 117,04 MWp seviyesine ulaşmıştır.

2024

- SPK tarafından verilen 24.06.2024 tarih ve E-29833736-110.03.03.-55753 sayılı izni ve T.C. Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü tarafından verilen 10.07.2024 tarih ve E-50035491-431.02-00098632289 sayılı onay yazısı ile onaylanmış esas sözleşme değişiklikleri Şirket'in 12.07.2024 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü genel kurul toplantısında kabul edilmiştir. Anılan Esas Sözleşme değişikliklerine göre, Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 2.500.000.000 TL olup, beheri 1 (bir) TL nominal değerde 2.500.000.000 adet paya ayrılmıştır. Söz konusu olağanüstü genel kurul toplantısında alınan kararlar, 12.07.2024 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiş olup; 12.07.2024 tarih ve 11121 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
- Şirket, Aralık 2024 tarihinde Tesla 1, Aceka 2, Aceka 3, Bilgidar 2, Buselik 3, Dimetoka 2, Dimetoka 3, FNT Gıda, İsfahan 3, Marel Bilişim, Meva Mühendislik, Onan 2, Onan 3, Serimer Optik ve Toprakkale Altyapı ile kolaylaştırılmış usulde birleşmiş ve anılan bu

birleşme işlemi kapsamında, devralınan şirketlerin tamamı birleşmenin tescili ile tasfiyesiz bir biçimde infisah etmiştir. Anılan bu birleşme işlemi 26.12.2024 tarihinde tescil edilmiş ve 26.12.2024 tarih ve 11237 sayılı TTSG’de ilan edilmiştir.

2025

- Şirket, geliştirdiği 7,50 MWp kurulu gücünde Pietrosale ve 7,50 MWp kurulu gücünde Marghita projesi için Romanya’da ilk EPC (SPV’lerin hisse devri yöntemiyle) sözleşmelerini 03.01.2025 tarihinde imzalamıştır.
- Şirketin Romanya’daki müstakil depolama tesisi yatırımlarına başlamış ve bu amaçla olan (i) 110 MWh gücünde Faget BESS, (ii) 110 MWh gücünde Giulvaz BESS ve (iii) 110 MWh gücünde Calan BESS projelerinin sahibi olan Faget Storage SRL, Giulvaz Solar Two S.R.L. ve Petris Solar S.R.L. şirketlerinin hisselerini dev almıştır. Faget Storage SRL’nin hisse devri 11.07.2025 tarihinde, Giulvaz Solar Two S.R.L.’nin hisse devri 10.07.2025 tarihinde, Petris Solar S.R.L.’nin hisse devri ise 04.08.2025 tarihinde tescil edilmiştir.

3.3. Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket, yasal mevzuat uyarınca; esas sözleşmesinde de yer alan ve aşağıda detaylı olarak açıklanan iki ana konuda faaliyet göstermektedir. Şirket’in ana faaliyet konuları: (1) yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmekte ve (2) yenilenebilir enerji santralleri için proje geliştirme ve EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri) ile iştigal etmektedir.

Bu kapsamda Şirket:

1. **Yenilenebilir Enerji Üretimi:** Şirket yapmış olduğu GES yatırımları ile elektrik üretim ve ürettiği elektriğin satışı faaliyetlerinde de bulunmaktadır. Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı ve lisanssız üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler (*special purpose vehicle - SPV*) niteliğindeki bağlı ortaklıkları vasıtasıyla, bir yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir.
2. **Proje Geliştirme & EPC Hizmetleri:** Kamu kurum ve kuruluşları ve özel hukuk tüzel kişileri de dahil olmak üzere çeşitli gerçek ve tüzel kişilere GES inşaatı, kurulumu, bakımı ve onarımı hizmetleri ve bunların yanı sıra, GES projelerinin geliştirilmesi, GES’lerin işletmeye alınması sürecinde EPDK da dahil olmak üzere, yasal makamlardan gerekli izinlerin ve lisansların alınması gibi süreçlere ilişkin danışmanlık hizmetleri sağlamaktadır. Bununla birlikte Şirket, RES projeleri için enerji nakil hattı ve şalt sahası projelendirmesi ve inşaatı hizmetleri ile enerji depolama sistemlerinin kurulması hizmetlerini de yerine getirmektedir.

Yenilenebilir Enerji Üretimi Faaliyetleri:

İşbu İzahname tarihi itibarıyla:

- Şirket’in bizzat işlettiği, Türkiye’de kurulu toplam 69,92 MWp / 58,07 MWe kurulu gücünde 60 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.
- Şirket’in Türkiye’deki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, Türkiye’de kurulu toplam 35,92 MWp / 22,89 MWe kurulu gücünde 2 adet lisanslı (toplamda 24,50 MWp / 14,00 MWe), 10 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

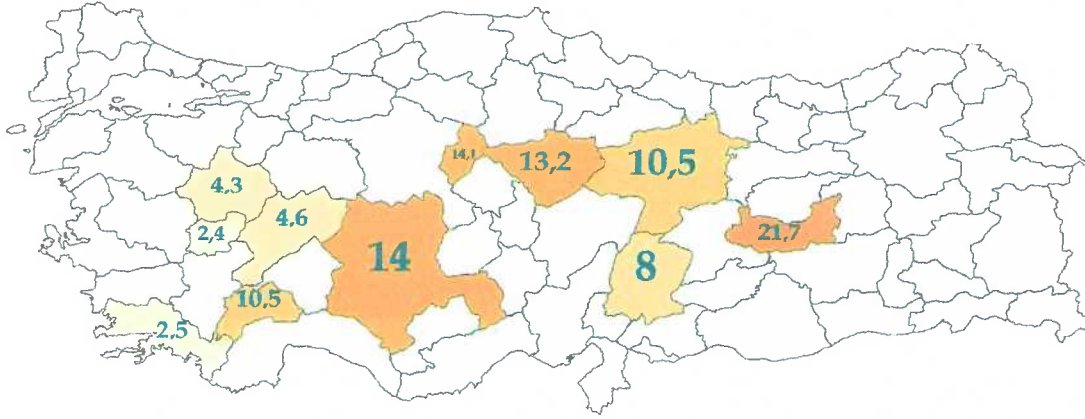
- Şirket'in yurtdışındaki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, yurtdışında kurulu toplam 11,20 MWp / 10,94 MWe kurulu gücünde 11 adet güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

Şirket ve bağlı ortaklıklarına ait lisanslı ve lisanssız yurtiçindeki ve yurtdışındaki santrallerin toplam gücünü gösterir özet tablo ve grafik aşağıdadır.

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	60	69,92	58,07
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	10	11,42	8,89
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt dışı	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

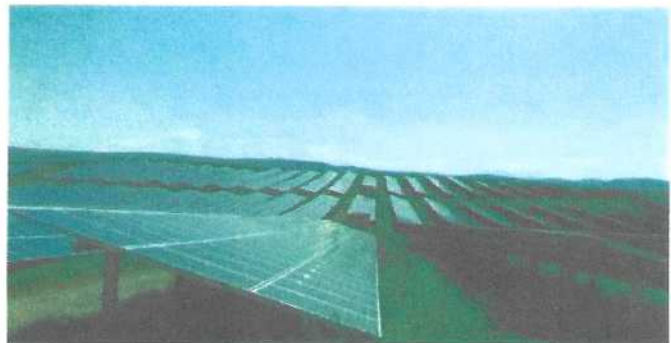
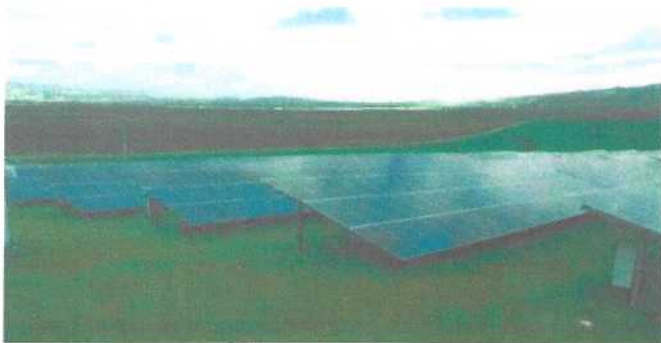
Şirket'in yurt dışındaki GES'leri Yunanistan'ın Larisa şehrinde yer almaktadır.

Şirket'in yurt içindeki lisanslı ve lisanssız GES'leri Kütahya, Afyon, Kırıkkale, Yozgat, Sivas, Uşak, Muğla, Burdur, Konya, Kahramanmaraş ve Elâzığ olmak üzere toplam 11 ilde yer almaktadır. Santrallerin illere göre dağılımı aşağıdaki harita (*) üzerinde gösterilmiştir.



(*) Haritada belirtilen sayılar, her bir ilde bulunan GES'lerin kurulu gücünü MWp olarak göstermektedir.

Şirket'in ve bağlı ortaklıklarının Santrallerinin bulundukları iller bazında görselleri de aşağıdaki gibidir:



Sivas



Kahramanmaraş



Yozgat

Muğla

Şirket'in ve Üretim Şirketleri'nin sahip oldukları GES'lerdeki elektrik satışları, yenilenebilir enerji desteklerinden faydalanmaktadır:

- Yurt içi Lisanssız GES: Şirket ve bağlı ortaklıklarının sahip olduğu yurt içindeki lisanssız GES'lerin tamamı ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 ABD Doları cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.
- Yurt içi Lisanslı GES: Şirket'in bağlı ortaklıklarının sahip oldukları lisanslı GES'ler Yerli Aksam Yönetmeliği kapsamında 1,155 ABD Doları cent/kWh yerli katkı ile ürettikleri elektriği 01.01.2027 tarihine dek 14,455 ABD Doları cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.
- Yurt dışı GES: Şirket'in Yunanistan'daki bağlı ortaklığına ait Santraller, ilgili ülkenin mevzuatındaki düzenlemelere istinaden, 20 yıl alım garantisi altında, ürettikleri elektriği 6,887 Euro cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.

Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santralleri, satışlarını alım garantisi kapsamında gerçekleştirmektedir. Yurt içindeki santrallerin tamamı YEKDEM kapsamındadır. 31.03.2026 itibarıyla bu santrallerin YEKDEM alım garantisi kapsamında kalan sürelerinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi 2,7 yıldır. Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santrallerinin alım garantisi kapsamında kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi ise 4,1 yıldır.

Şirket ve bağlı ortaklıkları işbu İzahnameye konu finansal tablo dönemlerinde gerçekleşen elektrik üretimleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Elektrik Üretim (MWh)	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
Türkiye	158.227	163.758	165.945	23.088	21.049
Yunanistan	12.936	17.836	17.424	1.932	2.165
Toplam	171.163	181.593	183.369	25.020	23.214

Romanya GES Yatırımları

Şirket'in Romanya'da devam eden 2027 Nisan itibarıyla tamamlanması planlanan toplamda 65,1 MWp kurulu güce sahip olacak GES yatırımı bulunmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla tesislerin tamamlanma derecesine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Proje Adı	İli	Güç (MWp)	Finansman Sekli	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	Özkaynak (%100)	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	Özkaynak (%100)	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	Özkaynak (%100)	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	Özkaynak (%100)	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	Özkaynak (%100)	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1		22,3%	

Proje Geliştirme ve EPC Hizmetleri

Şirket, yenilenebilir enerji sektöründe özellikle GES tesislerinin kurulumunda hem yurt içinde hem yurt dışında özel ve kamu kurumlarına hizmet veren bir EPC firmasıdır. Şirket ayrıca RES projeleri için enerji nakil hattı ve şalt sahası projelendirmesi ve inşaatı hizmetleri ile enerji depolama sistemlerinin kurulması hizmetlerini de yerine getirmektedir. Ayrıca, Şirket'in imza aşamasında olan, türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere tam kapsamlı RES EPC hizmet vereceği bir projesi de bulunmaktadır. Dolayısıyla Şirket, yakın bir gelecekte RES yatırımcılarına türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere EPC hizmeti vermeye başlayacaktır.

EPC, terim olarak, Mühendislik, Tedarik ve İnşaat / Kurulum anlamına gelen, İngilizce *Engineering, Procurement ve Construction* kelimelerinin kısaltmasıdır.

Şirket, EPC firması olarak müşterilerine; proje geliştirme, fizibilite hazırlama, lisanslama, arazi edinimi, meteorolojik ölçümler, santral bileşenleri temini, anahtar teslimi yenilenebilir enerjisi santrali kurulum hizmetleri, santral devreye alımı, iletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri, şebeke bağlantısı ve kabulü hizmetlerini sunmaktadır.

Şirket, sadece santral kurulum müteahhitlik hizmeti veren bir EPC şirketi olmayıp, aynı zamanda proje geliştirme, yasal süreçlerin takibi, finansman çözümleri ve tasarım mühendisliği gibi geniş bir hizmet yelpazesi sunarak müşterilerine kapsamlı bir destek sağlamaktadır.

Şirket'in EPC faaliyetlerinde üç ana hizmet konusu aşağıdaki gibidir:

- 1- GES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri
- 2- RES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri

3- Müstakil Depolama Tesislerinin Kurulması Kapsamında Sunulan EPC Hizmeti

Proje Geliştirme Faaliyetleri

1- GES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri

Şirket müşterilerine EPC hizmetini uçtan uca projenin geliştirilmesinden başlayarak santralin elektrik üretimine başlamasına kadar olan tüm süreci kapsayacak şekilde ve anahtar teslim olarak sunmaktadır. Bir güneş enerjisi santralinin kurulumu ilk etapta “proje geliştirme” faaliyeti ile başlamaktadır. Bu aşamayı tamamlayabilen yatırımcılar ilgili diğer yasal yükümlülükleri yerine getirerek ve gerekli izinleri tamamlayarak santral kurulumu aşamasına geçebilmektedir.

Şirket, kuruluşundan itibaren EPC faaliyetlerini sadece güneş enerjisi santralinin kurulum müteahhitliği olarak değerlendirmemiş; EPC faaliyetlerini her zaman “proje geliştirme” faaliyetleri ile bir bütün olarak değerlendirmiştir.

Bu kapsamda Şirket proje geliştirme kapsamında aşağıdaki hizmetleri yürütmektedir.

- Santral kurulumu için uygun arazilerin tespit edilmesi,
- Araziye TEDAŞ ya da ilgili dağıtım şirketi tarafından kapasite tahsis edilip edilmeyeceği konusunda gerekli analizlerin yapılması,
- Arazinin enerji nakil hatlarına mesafesi ile ilgili gerekli analizlerin yapılması ve kurulacak olan enerji nakil hattının uzunluğu ile trafo merkezine bağlantı maliyetinin santral yatırımının maliyetine etkisinin hesaplanması,
- Arazinin coğrafi yapısı ve arazi yapısının santralin üretim verimliliğine etkilerinin analizi,
- Arazinin yasal izinlerinin başlatılması/tamamlanması,
- Arazinin satın alınması, vb.

Şirket lisanssız GES’ler için proje geliştirme faaliyetlerinin yanı sıra lisanslı depolamalı GES’ler için de proje geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Lisanslı depolamalı GES’ler, lisanssız GES’lerdeki gibi yatırımcıların kendi elektrik tüketimlerine istinaden kurulan santraller olmadığından, Şirket lisanslı depolamalı GES’ler için proje geliştirme faaliyetlerini kendisi ve bağlı ortaklıkları üzerinden yürütmektedir.

Şirket yurt içinin yanında yurt dışında da GES projeleri için tam kapsamlı proje geliştirme hizmeti sunmaktadır. Şirket mevcut durumda bu hizmeti ağırlıklı olarak Romanya’da vermektedir. Masfen; Türkiye’de sunduğu hizmetin kapsamına paralel olarak yurt dışında da gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası gibi elektrik üretimine kadar olan tüm süreci yöneterek baştan uca EPC hizmeti sunmaktadır.

Şirket, EPC hizmeti kapsamında müşterilerine aşağıdaki belirtilen hususlarda da destek olmakta ve hizmet sunmaktadır.

Finansman Desteği

Şirket EPC hizmeti vermiş olduğu müşterilerine finansman temini konusunda da destek sunmaktadır. Şirket’in bu kapsamda bazı banka ve finansal kiralama şirketleri ile imzaladığı iş birliği sözleşmeleri bulunmaktadır. Şirket proje finansmanı konusunda uzman ekibi ile proje

için hazırlanan fizibilite ile finansman kuruluşları ile yatırımcı adına görüşmeler yapmakta ve yatırımcıların en uygun finansman kaynaklarına ulaşmasına yardımcı olmaktadır.

Bakım, Onarım, İzleme ve İşletme Hizmetleri

Şirket EPC hizmetleri kapsamında, GES tesislerine bakım, onarım, izleme ve işletme hizmetleri de sunmaktadır.

Şirket 2020 yılında kendi bünyesindeki çalışmaları neticesinde kendi tasarım ve üretimi olarak geliştirilen yazılım ve donanımına sahip güneş takip sistemi olan MasTrack sistemini hayata geçirmiştir. MasTrack sistemi, hava durumunu SCADA sistemi ile takip edebilen ve yön değişimini gerçekleştirerek GES tesislerinde %25'e kadar verim artışı elde edilebilen bir sistemdir. Hava durumu sensörleri yardımıyla rüzgâr, yağmur ve karlı hava durumlarını da takip edebilen MasTrack, solar panellere zarar verebilecek hava koşullarında fotovoltaiik modülleri koruma pozisyonuna alarak, GES güvenliğinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca güneş panellerinin üzerine düşen gölgeyi minimize ederek üretim verimliliğini artırmaktadır. MasTrack, GES tesislerinde ihtiyaç duyulabilecek tüm operasyonları SCADA sistemi üzerinden izlemeye ve gerektiğinde uzaktan manuel olarak kontrol etmeye imkân sağlamaktadır. Birbirinden farklı haberleşme metodolojilerini destekleyebilen MasTrack, saha koşullarına bağlı olarak en uygun olan yöntemin seçilebilmesini mümkün kılmaktadır. MasTrack'ın en önemli özelliklerinden bir diğeri ise kendi gücünü üretebilmesidir; dolayısıyla sistem santralde enerji olmadığı hallerde de çalışabilmekte ve santrali koruma pozisyonuna alabilmektedir.

Şirket 2020 yılında kendi bünyesinde geliştirmiş olduğu MasTrack sistemini Türkiye ve Avrupa'da gerçekleştirdiği yaklaşık 20 MWp büyüklüğündeki kendi santral kurulumlarında farklı sahalarda kullanmıştır.

Revizyon Hizmetleri

Şirket EPC hizmetlerinin yanı sıra halihazırda kurulu santrallere revizyon hizmeti de vermektedir. Şirket bu faaliyeti kapsamında, santrallerde üretimin artırılması amacıyla güç artışı yapılması, santral sistemlerinde üretim artırıcı ayarlamalar yapılması, taşıyıcı konstrüksiyon sisteminin dayanıklılığını artırıcı modifikasyonlar yapılması, kar yağışı, yüksek sıcaklık gibi üretim verimliliğine etki eden mevsimsel etkilere karşı tedbirler alınması gibi hizmetleri sunmaktadır. Şirket bağlı ortaklıkları aracılığıyla işlettiği ve kurulu olarak devraldığı tüm santrallerin revizyonunu kendisi gerçekleştirmiştir.

Enerji Nakil Hatları ve Şalt Sahaları

GES ve RES yatırımlarında enerji nakil hatları önemli bir yer tutmaktadır. Santraller halihazırda enerji nakil hattı olmayan arazilere kuruldukları için söz konusu santralin dağıtım şebekesine bağlanabilmesi için enerji nakil hattı kurularak santralin ilgili dağıtım şirketi tarafından belirlenen trafo merkezine bağlanması gerekmektedir. Şirket, GES'ler için gerçekleştirdiği EPC hizmeti kapsamında enerji nakil hatlarının kurulumu hizmetini de vermektedir. Bugüne kadar kurulumu gerçekleştirilen santrallerin birçoğunda enerji nakil hatlarının kurulumu da Şirket tarafından yapılmıştır. Bununla birlikte, Şirket, 2026 yılının başından itibaren gerçekleştirmeye başladığı RES EPC hizmeti kapsamında da halihazırda projelendirilmiş ve yapımı devam eden RES'lerin enerji nakil hattı, şalt sahaları ve enerji depolama sitemleri konusunda EPC hizmetleri vermektedir.

GES'ler için birbirine yakın lokasyonlarda kurulan santrallerin aynı trafo merkezlerine farklı enerji nakil hatları ile bağlanması GES yatırımlarında çeşitli zorluklara yol açmaktadır. GES

kurulumu tamamlanan bazı projeler enerji nakil hatlarını kuramadıkları için santrallerin devreye alınması gecikebilmektedir. Şirket bu hizmeti verirken yakın lokasyonlu ve aynı trafo merkezine bağlanacak santrallerin enerji nakil hatlarını bir araya getirerek toplu enerji nakil hatları inşa etmektedir. Enerji nakil hattı kurulumunu bu şekilde toplulaştırarak yapabilmek uzmanlık ve mühendislik gerektirmektedir. Bu sayede Şirket, GES projeleri ile birlikte RES projelerinde de santral kurulumu için EPC hizmeti vermediği bazı projelerin enerji nakil hattı ve şalt sahası kurulumunda da rol alabilmektedir. Ayrıca bu şekilde toplulaştırma yapılan enerji nakil hatları sayesinde yatırımcıların nakil hattı maliyetleri önemli ölçüde azalmaktadır.

Depolama Sistemi

Son dönemde enerji piyasalarında artan bir eğilim olarak ve dengesizlik maliyetlerinin azaltılması, önüne geçilmesi amaçlı bir yöntem olarak elektrik üretim santralleri depolamalı olarak projelendirilmekte ve gerekli izin ile ruhsat başvuruları depolamalı santrallere uygun olarak gerçekleştirilmektedir. Şirket, depolamalı sistemin ekipmanlarının montajının yapılması, depolama sisteminin santral ile eş zamanlı çalışacak şekilde projelendirilmesi hususlarında yatırımcılara destek olmaktadır.

Santral ve depolama sisteminin entegre çalıştığı bu modelde, TEİAŞ yük tevzi bilgi sistemi ile santrale TEİAŞ'tan gelen yük alma ve yük atma emirlerine bağlı olarak depolama sisteminin çalışma prensibi değişebilmektedir. Özellikle üretimin dış faktörlere bağlı olduğu GES ve RES'lerde şartların optimal ve enerji üretiminin oldukça yüksek olduğu "peak" saatlerde TEİAŞ'ın yük alma emri ile birlikte santralin ürettiği enerji boşa gitmemekte ve bataryayı şarj etmektedir. Üretimin ülke genelinde azaldığı saatlerde ise bataryadaki güç kullanılarak "yük atma" talimatı ile birlikte üretim gerçekleştirilmektedir.

EPC Faaliyetlerinde Uçtan Uca İş Akışı

Şirket'in EPC faaliyetleri kapsamında sunduğu hizmetlere ilişkin tüm iş akışı aşağıdaki gibi özetlenmektedir. Aşağıdaki iş akışı, ağırlıklı olarak arazi tipi GES kurulumlarına ilişkin olarak hazırlanmıştır. Çatı tipi GES kurulumları da aşağıdaki iş akışı ile paralellik göstermekle birlikte; çatı tipi GES kurulumlarında aşağıdaki aşamalardan bazıları bulunmamaktadır. Bu doğrultuda, aşağıda listelenen aşamalar, GES projelendirmeleri için geçerlidir.

1. Proje Geliştirme

- 1.1. Yer seçimi ve fizibilite çalışmaları
- 1.2. Uygun arazi tespiti ve kiralama/satın alma işlemleri
- 1.3. Güneş enerjisi potansiyeli analizi
- 1.4. Fizibilite raporlarının hazırlanması
- 1.5. Teknik ve ekonomik analiz
- 1.6. Teknik değerlendirmeler (toprak, iklim, ısınım ölçümleri)
- 1.7. Ekonomik analiz ve maliyet hesaplamaları

2. Finansman ve Yatırım

- 2.1. Proje finansmanı
- 2.2. Finansman kaynakları ve stratejileri
- 2.3. Banka kredileri, yatırım fonları ve hibe programları
- 2.4. Yatırımcı ilişkileri

- 2.5. Yatırımcı sunumları ve toplantılar
- 2.6. Yatırımcı sözleşmeleri ve hukuki işlemler
- 3. Tasarım ve Planlama**
 - 3.1. Mühendislik tasarımı
 - 3.2. Detaylı mühendislik tasarımları
 - 3.3. Panel yerleşim planları ve elektrik sistem tasarımları
 - 3.4. Proje yönetimi ve zaman çizelgesi
 - 3.5. Proje planlama ve yönetim süreçleri
 - 3.6. Zaman çizelgesi ve kritik yol analizleri
- 4. İzinler ve Onaylar**
 - 4.1. Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED)
 - 4.2. ÇED raporunun hazırlanması ve onay süreçleri
 - 4.3. Yasal ve belediye izinleri
 - 4.4. İnşaat izinleri, bağlantı anlaşmaları ve belediye onayları
- 5. İnşaat ve Kurulum**
 - 5.1. Mühendislik ve tedarik aşamaları İnşaat ve kurulum aşamaları
 - 5.2. Kurulum süreci
- 6. Test ve Devreye Alma**
 - 6.1. Denetim ve kontroller
 - 6.2. Sistem testleri ve denetimler
 - 6.3. Güvenlik kontrolleri ve kalite denetimleri
 - 6.4. Devreye alma ve sertifikasyon
 - 6.5. Sistem devreye alma prosedürleri
 - 6.6. Kabul ve bağlantı izinleri
- 7. İşletme ve Bakım**
 - 7.1. Operasyon ve yönetim
 - 7.2. Santral işletme prosedürleri
 - 7.3. Performans izleme ve raporlama
 - 7.4. Bakım ve onarım
 - 7.5. Periyodik bakım programları
 - 7.6. Arıza yönetimi ve onarım hizmetleri
- 8. Sonuç ve Yatırım Getirisi**
 - 8.1. Proje değerlendirmesi
 - 8.2. Proje sonrası değerlendirme ve raporlama
 - 8.3. Çevresel ve ekonomik faydalar

8.4. Yatırımcılar için getiri analizi

8.5. Yatırım geri dönüş süresi ve getiri oranları

Şirket'in müşteri ile sözleşme imzasından sonra EPC faaliyetleri kapsamında yürüttüğü işlemlere ilişkin iş akışı diyagramı ve ilgili aşamaların detayları ise aşağıdaki gibidir:



Şirket'in "Proje Geliştirme" ve EPC hizmetlerini bir arada sunduğu "Masfen Modeli"

Proje geliştirme faaliyetini yatırımcılar kendileri yürütebilecekleri gibi bu hizmet sadece proje geliştirme hizmeti veren firmalar ya da az sayıda da olsa Şirket'in EPC faaliyetlerinde olduğu gibi, EPC hizmeti veren firmalar tarafından da yatırımcılara sunulabilmektedir.

GES yatırımcılarının neredeyse tamamının farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve ana faaliyetleri kapsamında tükettikleri elektriği karşılamak amacıyla santral kurma hedefi olan firmalar olduğu düşünüldüğünde GES yatırımının firmaların kendi uzmanlık alanı olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla firmaların kendi yatırımları için proje geliştirebilmeleri oldukça zordur; hemen hemen tüm GES yatırımlarında yatırımcılar bu hizmet dışarıdan temin etmektedir. Bu noktada proje geliştirme hizmetinin sadece bu hizmeti veren firmalardan satın alınması ya da EPC hizmeti veren şirketlerden satın alınması alternatifleri ön plana çıkmaktadır.

Şirket'in de içlerinde olduğu az sayıda EPC firması hem EPC hizmeti hem de proje geliştirme faaliyetlerinde başarıya ulaşabilmektedir.

Şirket'in Proje Geliştirme ve EPC hizmetlerini bir arada sunarak sağladığı "Masfen Modeli"nin proje geliştirme ile ilgili piyasadaki alternatifler ile kıyaslaması aşağıdaki şekildedir:

- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalar "Çağrı Mektubu" sürecinin tamamlanması ile yatırımcıya verdiği hizmeti tamamlamış olmakta ve projenin yatırımcıya satışını gerçekleştirerek süreçten ayrılmaktadır. Oysaki çağrı mektubu aşamasından sonra enerji nakil hatlarının projelendirilmesi, santral kurulumuna başlamak için ilgili yasal izinlerin

alınması, projelerin onaylatılması, bağlantı anlaşmasının imzalanması ve benzeri birçok yasal süreç devam etmektedir. Şirket verdiği hizmet kapsamında tüm süreçleri müşterisi adına kendi uzman ekipleri ile tamamlamaktadır.

- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalardan hizmet alındığında “Çağrı Mektubu” aşamasında öngörülemeyen ve sonraki yasal süreçlerde karşılaşılan sorunlardan dolayı yatırımcısı tarafından proje geliştirme hizmeti satın alınmış ve bedeli ödenmiş olan bazı projeler hayata geçirilememektedir. Şirket verdiği hizmet kapsamında müşterilerinde sözleşme başlangıcından santral devreye alınıp elektrik üretimine başlayana kadar olan süreçte gerek sözleşmesel gerek finansal olarak gerekli teminatları sunmakta olup, Şirket’in bugüne kadar tamamlayamadığı herhangi bir projesi bulunmamaktadır.
- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalardan hizmet alındığında söz konusu firmaların santral kurulumu ve işletilmesi ile ilgili olarak çoğunlukla, Şirket’in sahip olduğu şekilde bir tecrübesi olmadığından, santral kurulumu esnasında arazi yapısı nedeniyle ekstra maliyetler ile ya da verimsiz santrallerle karşılaşabilmektedir. Şirket uzman kadroları ile santral kurulumu gerçekleştirilmesi planlanan arazilerde ilk etapta keşif yaparak arazi yapısı, verimlilik ve söz konusu arazinin enerji nakil hatlarına bağlanması ile ilgili çalışmaları tamamladıktan sonra bu arazi ile ilgili herhangi bir engel yoksa proje geliştirme faaliyetine devam etmektedir.
- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalar genellikle kısıtlı işletme sermayesi ile faaliyet göstermektedirler ve genellikle finansal yapıları yetersiz olduğu için arazilerin satın alımını gerçekleştiremeyip arazi sahibi ile yatırımcı arasında arazi alımına aracılık etmektedirler. Proje geliştirme faaliyetinde son aşamaya gelindiğinde arazi sahibi ile anlaşmazlık çıkması da sıklıkla karşılaşılan bir sorun olup sonrasında ilgili bölgede kapasite yetersizliğinden dolayı uygun başka bir arazi bulunamamakta ve proje geliştirme faaliyeti başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Şirket uygun arazilerin satın alınabilmesi için yeterli finansal güce sahip olduğundan söz konusu arazilerin büyük bir kısmını satın alarak proje geliştirme faaliyetlerine devam etmekte ve sonradan arazi sahibi ile anlaşmazlık çıkması riskini yatırımcı adına ortadan kaldırmaktadır. Bu kapsamda Şirket kendi uzman ekipleri ile son 2-3 yılda 3 milyon m²’den fazla arazi satın almış, yaklaşık 2 milyon m² arazinin müşterilerine devrini gerçekleştirmiş ve halihazırda stoklarında 1 milyon m²’den fazla arazi bulundurmaktadır.
- Şirket diğer EPC firmalarından farklı olarak verdiği hizmeti sadece güneş enerjisi santralinin inşasına yönelik bir müteahhitlik hizmeti olarak değil proje geliştirmenin ilk gününden başlayıp santralin devre girdiği günden itibaren bakımı, onarımı, işletilmesi ve verimliliğinin sürekli takibi ile devam eden uçtan uca bir mühendislik hizmeti olarak değerlendirmektedir. Bu sebeple Şirket bünyesinde sürekli 30’a yakın uzman mühendis çalışmaktadır. Ayrıca Masfen’in kendisine ait gerek Türkiye’nin çeşitli coğrafi bölgelerinde 10’dan fazla ile yayılmış 105 MWp’den fazla, gerek yurtdışında 11 MWp’den fazla santralini kendisi işletiyor olması, müşterileri nezdinde diğer EPC firmalarından ayrışmasını ve güven teşkil etmesini sağlamaktadır.

Son yıllarda GES sektörüne artan ilgiye karşılık hat kapasitelerinin sınırlı olması proje geliştirme faaliyetlerinde rekabeti arttırmıştır. GES başvurularının elektrik tüketimi olan GES yatırımcısı adına yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla herhangi bir proje geliştirme faaliyeti kapsamında geliştirilen proje için hızlı bir şekilde başvuru yapılamaması durumunda takip eden aylarda ilgili bölgedeki kapasite dolabilmekte ve proje geliştirme faaliyeti başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir. Şirket kurulduğu günden bugüne “butik hizmet” anlayışı ile çalışmakta olup, yaptığı işlerin tutar ya da miktar olarak büyüklüğünden ziyade müşteri memnuniyetine

önem vermiştir. Bu sayede müşterilerine ikinci, üçüncü kez (ya da daha fazla) hizmet vermeyi başarabilmiştir. Bu başarısı Şirket'e, geliştirdiği projeleri hızlı bir şekilde yatırımcı ile buluşturma imkânı sağlamış ve Şirket bugüne kadar geliştirdiği tüm projeleri ilgili kapasite dolmadan hayata geçirebilmiştir.

Şirket santral kurulumu gerçekleştirdiği müşterilerinden sözleşme kapsamında kurulacak olan GES ile ilgili yasal izinler çıktığında avans ödemesi almaktadır. Kalan kısmı ise konstrüksiyon montajının tamamlanması, panel montajının tamamlanması, santralin kabule hazır hale gelmesi ve santralin kabulünün yapılması gibi aşamalarda hak ediş usulünde peşin olarak tahsil etmektedir.

2- Şirket'in RES Projeleri Kapsamında Sunduğu EPC Hizmetleri

Şirket, 2026 yılının başından itibaren RES yatırımcılarına da EPC hizmeti sunmaya başlamıştır. Rapor tarihi itibarıyla RES projelerinde sunulan hizmet kapsamı, GES projelerinden farklıdır. Şirket, mevcut durum itibarıyla, RES projeleri için enerji nakil hattı, şalt sahası ve enerji depolama sitemlerinin planlaması, projelendirilmesi, tedariki, mühendislik ve inşaat işlerinin yerine getirilmesi hizmetlerini sağlamaktadır.

Şirket, GES projelerinden edindiği önemli tecrübe doğrultusunda, projelendirme ve inşası devam eden santrallerin şebeke entegrasyonunu ve enerji depolama sitemlerinin entegrasyonunu mevzuata uygun şekilde yürütmeyi RES yatırımcılarına taahhüt etmekte ve Şirket, GES'lerden elde etmiş olduğu tecrübesini RES yatırımcılarıyla olan süreçlerine de aktarmaktadır.

Enerji nakil hatları, şalt sahaları ve enerji depolama sitemleri bakımından proje hazırlanması, malzeme temini, lojistik, inşaat ve kabul süreçlerinde aktif rol almakta; ayrıca üçüncü kişilere ait taşınmazlarda kamulaştırma ve arazi etütleri süreçlerinde idari merciler nezdinde destek sunmaktadır.

Şirket, bu kapsamda akdettiği sözleşmelerde belirlenen terminlerin tamamlanmasına bağlı olarak hakedişlerine hak kazanmakta ve ilgili aşamanın tamamlanmasıyla hakedişini tahsil etmektedir.

Şirket'in imza aşamasında olan, türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere tam anlamıyla RES EPC hizmet vereceği bir projesi de bulunmaktadır. Dolayısıyla Şirket, yakın bir gelecekte RES yatırımcılarına GES projelerinde sunduğu gibi tam kapsamlı EPC hizmeti vermeye başlayacaktır.

3- Müstakil Depolama Tesisi Projeleri (BESS - Battery Energy Storage System)

Müstakil depolama tesisi, doğrudan ulusal elektrik şebekesine bağlı olan, herhangi bir üretim veya tüketim tesisiyle fiziksel bütünlüğü bulunmayan, elektriği depolayıp ihtiyaç anında sisteme geri veren bağımsız tesislerdir. Bu tesisler şebeke esnekliğini artırarak, yenilenebilir enerji kaynaklarını desteklemekte ve arbitraj (fiyat farkından yararlanma) yoluyla gelir elde etmektedir. Şirket mevcut durumda Romanya'da, bu tesislerin kurulması ve faaliyete geçmesi kapsamında baştan uca anahtar teslim EPC projeleri sunmaktadır. Şirket bu kapsamda müşterilerine gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası, şebekeye bağlantısı gibi faaliyet başlangıcına kadar olan tüm süreci yöneterek tam kapsamlı hizmet sunmaktadır.

Şirket'in Tamamladığı EPC Projeleri

Şirket ilk EPC projesini 2015 yılının Aralık ayında tamamlamıştır. Şirket kurulduğu 27.05.2014 tarihinden itibaren 31.03.2026 tarihine kadar yurt içinde ve yurt dışında, Şirket ve diğer üretim

firmaları tarafından işletilen GES'ler de dahil olmak üzere, toplam 611,1 MWp büyüklüğünde GES tesisinin kurulumunu ve revizyonunu tamamlamıştır.

Yukarıda detaylı şekilde açıklandığı üzere Şirket'in stratejisi proje geliştirme faaliyetleri ile birlikte EPC hizmeti sunmaktır. Çatı tipi GES kurulumları proje geliştirme faaliyeti kapsamına girmediği için Şirket ağırlıklı olarak arazi tipi GES kurulumu alanında hizmet vermektedir. Şirket'in 31.03.2026 tarihine kadar kurulumunu ve revizyonunu tamamladığı 611,1 MWp projenin; 52,48 MWp kısmı çatı tipi GES, 0,40 MWp kısmı depolamalı GES ve 558,1 MWp kısmı ise arazi tipi GES'lerden oluşmaktadır.

Şirket 2021 yılı sonuna kadar EPC faaliyeti göstermekle birlikte daha çok kendi güneş enerjisi santrallerinin yatırımlarına odaklanmıştır. Şirket 2023 yılı itibarıyla kendisine ait 117,04 MW güneş enerjisi santrali kurulu gücüne ulaşarak yatırım hedeflerini gerçekleştirmiş ve 2021 yılında sektördeki gelişmeleri de değerlendirerek EPC hizmetlerinde büyüme hedefi ile EPC faaliyetlerine ağırlık vermiştir.

Dönem	EPC Proje Gücü (MWp)		Revizyon Proje Gücü (MWp)	Toplam Proje Gücü (MWp)
	Yatırımcılar için Kurulumu Gerçekleştirilen GES'ler	Şirket ve Bağlı Ortaklıkları için Kurulumu Gerçekleştirilen GES'ler		
2015	2,7	0,0	0,0	2,7
2016	22,5	0,0	0,0	22,5
2017	26,7	1,2	0,0	27,9
2018	26,2	5,8	0,0	32,0
2019	12,8	4,3	0,0	17,1
2020	4,0	3,1	14,2	21,3
2021	19,4	28,9	0,0	48,3
2022	70,5	6,2	31,7	108,4
2023	114,6	0,0	21,7	136,3
2024	122,7	0,0	0,0	122,7
2025	58,9	0,0	0,0	38,8
31.03.2026	13,17	0,00	0,00	13,2
TOPLAM	494,06	49,52	67,52	611,1

GES EPC Proje Gücü		MWp
Arazi		558,1
Çatı		52,5
Depolamalı		0,4
Toplam		611,1

Şirket'in Devam Eden EPC Projeleri

Şirket'in 31.03.2026 tarihinden işbu rapor tarihine kadar kurulumu tamamladığı ve kurulumuna devam ettiği GES projelerinin 65,1 MWp'i Romanya'da kendi adına (elektrik üretim faaliyetleri gerçekleştirmek için), 333,9 MWp'i ise diğer müşteriler için geliştirdiği projeler olmak üzere toplamda 399,0 MWp'dir. RES (enerji nakil hattı, şalt sahası ve depolama işleri) projelerinin büyüklüğü ise 108,0 MWp'dir.

Proje Gücü (GES ve RES)	MWp
Türkiye	412,9
GES	304,9
RES	108,0
Romanya	80,1
GES	80,1
Kendi Adına	65,1
Müşteriler İçin	15,0
Maldivler	3,8
GES	3,8
Toplam	496,8
GES	388,8
RES	108,0

Masfen'in devam eden BESS projelerinin toplam büyüklüğü ise 330,0 MWh'dir. Şirket, bu projelerin satışı için Türkiye'de daha önce çalıştığı ve GES projelerini tamamladığı müşterileriyle imza aşamasındadır. Mevcut durum itibarıyla bu projelerin tüm hakları Masfen'e aittir. Dolayısıyla BESS projeleri tamamlandıktan sonra bu tesisleri Masfen işletebilecek ve gelir elde edebilecektir. Bu nedenle sözleşmelerin imza sürecinden bağımsız olarak bu projelerin yatırım süreci devam etmekte, Masfen bu projeleri tamamladıktan ve faaliyete aldıktan sonra satışı gerçekleşene kadar müstakil depolama merkezlerinden arbitraj işlemi gerçekleştirerek gelir elde edebilecektir.

Proje Gücü (BESS)	MWh
Romanya	330,0
BESS	330,0

İşletme, bakım, onarım

Şirket, kurduğu santrallerde bakım onarım hizmeti vermektedir. Şirket'in gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında kendi yatırımı olan 117,04 MWp Santral'in bakım, onarım ve sürekli izleme işlemlerinin ve EPC hizmeti verdiği müşterilerinin bakım onarım hizmetleri, Şirket'in kendi uzman personeli tarafından yürütülmektedir.

2023 yılı itibarıyla artan iş hacminden dolayı Şirket, işletme departmanındaki personel sayısını artırma kararı almıştır ve güncel durumda ilgili departmanın personel sayısı toplam 26 kişiye ulaşmıştır; bu personellerden 10'u mühendis, 12'si de tekniker olmak üzere konularında uzman kişilerden oluşmaktadır.

Şirket söz konusu organizasyonu 13 farklı ilde kurarak bakım & onarım açısından Türkiye'nin birçok noktasına hızlı erişim sağlayabilecek ve anlık müdahalede bulunabilecek bir hizmet ağı kurmuştur. Ayrıca Şirket, bu hizmeti sunabilmek için sofistike bir bilgi işlem alt yapısına sahip olup hem hizmet verdiği santrallerin hem kendi santrallerinin eş zamanlı olarak üretimlerini izleyebilme ve anlık olarak arızalarını uzaktan tespit edebilme yeteneğine sahiptir.

Şirket bu hizmet konusunda önemli bir bilgi birikimine sahip olmuş ve 2023 yılında mevcut hizmet ağını kullanarak EPC hizmeti verdiği müşterilerine anlık ve sürekli izleme, bakım, onarım ve işletme hizmetleri sunma kararı almıştır. Bu kapsamında Şirket kurulumunu gerçekleştirdiği 143,5 MWp gücündeki santrale aylık olarak izleme, bakım ve onarım hizmeti vermektedir.

3.4. Finansal Tablolar

3.4.1. Bilanço

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. Faaliyet gösterilen ülkenin para birimi Türk Lirası (TL) olmasına rağmen, Grup, geçerli para birimini, 21 no.lu Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca Amerikan Doları (USD) olarak be

lirlemiştir. Grup'un finansal tabloları sunum para birimi "Türk Lirası" (TL)'dir. TMS 21 kapsamında Amerikan Doları (USD) olarak hazırlanan finansal tablolar TL'ye çevrilmiştir.

Bilanço - TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
VARLIKLAR				
Dönen varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Nakit ve nakit benzerleri	1.280.921.620	2.443.357.780	4.407.859.211	4.575.349.543
Finansal yatırımlar	30.547.932	97.707.556	73.413.236	1.243
Ticari Alacaklar	288.220.114	296.498.355	196.860.277	200.233.580
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	49.930.073	32.361.772	32.525.585	30.336.477
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	238.290.041	264.136.583	164.334.692	169.897.103
Diğer alacaklar	51.481.024	12.774.221	29.533.627	12.887.327
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	1.168.445	29.834
İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	51.481.024	12.774.221	28.365.182	12.857.493
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	20.681.513	205.780.288	1.246.051.630	1.742.341.060
Stoklar	93.902.059	57.801.621	60.586.862	54.437.566
Peşin ödenmiş giderler	25.956.692	65.634.588	193.561.748	296.753.255
İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	25.956.692	65.634.588	193.561.748	296.753.255
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	8.236.190	3.385.004	5.871.360	9.008.457
Diğer dönen varlıklar	14.957.373	42.084.988	61.139.700	96.485.245
Duran varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
Diğer Alacaklar	1.353.863	3.008.880	22.364.470	23.303.379
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	81.500.010	554.164.995	665.610.991	689.696.566
Maddi duran varlıklar	2.937.691.809	3.410.509.788	4.198.308.261	4.331.127.301
Kullanım hakkı Varlıkları	36.949.357	41.297.355	49.289.008	137.884.253
Maddi olmayan duran varlıklar	-	76.909.396	220.074.696	228.038.245
Peşin ödenmiş giderler	-	-	832.706	348.021
İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	-	-	832.706	348.021
Ertelenmiş vergi varlığı	-	-	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
KAYNAKLAR				
Kısa vadeli yükümlülükler :	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
Kısa vadeli borçlanmalar	147.842.968	4.666.243	57.694.177	44.825.766
İlişkili olmayan taraflardan kısa vadeli borçlanmalar	147.842.968	4.666.243	57.694.177	44.825.766
Banka Kredileri	142.133.282	-	27.657.199	28.011.187
Diğer kısa vadeli borçlanmalar	5.709.686	4.666.243	30.036.978	16.814.579
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	269.695.567	205.238.171	191.436.987	148.436.834
Banka Kredileri	268.886.723	204.268.456	186.629.828	137.794.751
Kiralama işlemlerinden borçlar	808.844	969.715	4.807.159	10.642.083
Ticari borçlar	169.998.572	251.857.967	155.549.514	102.926.919
İlişkili taraflara ticari borçlar	91.011.905	-	-	-
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	78.986.667	251.857.967	155.549.514	102.926.919
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	1.449.215	1.758.652	2.817.190	4.978.578

Diğer borçlar	46.270.286	29.441.287	153.695.908	149.371.533
İlişkili taraflara diğer borçlar	35.382.479	6.425.037	8.383.447	8.640.991
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	10.887.807	23.016.250	145.312.461	140.730.542
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan				
Sözleşme Yükümlülükleri	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	20.393.872	149.169.166	28.832.757	41.193.141
Kısa vadeli karşılıklar	801.926	1.848.547	3.020.922	3.744.145
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	801.926	1.848.547	3.020.922	3.744.145
Uzun vadeli yükümlülükler	699.773.097	703.063.349	1.114.410.016	1.307.669.961
Uzun vadeli borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
İlişkili olmayan taraflardan uzun vadeli borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
Banka Kredileri	485.535.684	210.627.484	326.797.350	322.309.160
Kiralama işlemlerinden borçlar	12.154.120	13.379.736	18.717.401	107.212.736
Diğer borçlar	-	-	-	-
İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	-	-
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	1.438.439	3.021.581	4.643.703	5.884.303
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	200.644.854	476.034.548	764.251.562	872.263.762
Toplam Yükümlülükler	2.299.924.912	1.798.109.088	2.795.425.477	3.100.356.434
Özkaynaklar	2.572.474.644	5.512.805.727	8.635.932.306	9.297.538.607
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.539.604.971	5.469.549.962	8.577.138.322	9.235.306.507
Ödenmiş sermaye	500.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(208.190.796)	(208.190.796)	(208.190.796)	(208.190.796)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler / (giderler)	1.028.688.632	1.703.993.858	3.022.339.919	3.346.599.592
Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları (kayıpları)	(589.636)	(1.532.008)	(1.613.287)	(2.148.526)
Tanıml. fayda planl.yen.ölçüm kazançl./(kayıpları)	(589.636)	(1.532.008)	(1.613.287)	(2.148.526)
Yabancı para çevrim farkları	1.029.278.268	1.705.525.866	3.023.953.206	3.348.748.118
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	-	723.407	723.407
Geçmiş yıl karları /zararları	393.337.294	1.219.107.135	3.472.711.196	5.262.265.792
Net dönem karı	825.769.841	2.254.639.765	1.789.554.596	333.908.512
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	32.869.673	43.255.765	58.793.984	62.232.100
TOPLAM KAYNAKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041

3.4.2. Gelir Tablosu

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. Faaliyet gösterilen ülkenin para birimi Türk Lirası (TL) olmasına rağmen, Grup, geçerli para birimini, 21 no.lu Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca Amerikan Doları (USD) olarak belirlemiştir. Grup'un finansal tabloları sunum para birimi "Türk Lirası" (TL)'dir. TMS 21 kapsamında Amerikan Doları (USD) olarak hazırlanan finansal tablolar TL'ye çevrilmiştir.

Gelir Tablosu - TL	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
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
Genel yönetim giderleri	(30.464.471)	(54.659.168)	(66.633.984)	(12.553.672)	(24.436.334)
Pazarlama giderleri	(654.643)	-	(2.320.199)	(1.445.986)	(691.857)
Esas faal. diğer gelirler	247.406.573	604.013.237	404.812.188	112.236.078	105.933.242
Esas faal. diğer giderler	(155.929.919)	(550.269.288)	(474.429.964)	(101.496.127)	(103.998.144)
Esas faaliyet karı / (zararı)	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Yatırım faal. gelirler	177.145.023	806.316.734	1.450.815.608	292.274.027	409.354.916
Yatırım faal. etlerinden giderler	(99.097.064)	(218.345.130)	(597.305.271)	(177.713.284)	(147.137.176)
Finans. gelir /(gideri)	1.126.454.464	2.808.619.327	2.407.890.299	250.640.342	530.686.205
Finansman gelirleri	104.603.520	56.222.535	310.780	292.600	8.036.116
Finansman giderleri	(164.252.535)	(31.709.102)	(73.053.576)	(18.430.035)	(29.637.403)
Sürd. Faal.vergi önc. kar/(zarar)	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
Sürd. Faal.Vergi gelir /(gideri)	(238.647.844)	(574.904.166)	(539.825.318)	(86.686.375)	(173.889.349)
- Dönem vergi gideri	(22.330.374)	(355.761.493)	(368.366.793)	(34.634.870)	(94.801.427)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(216.317.470)	(219.142.673)	(171.458.525)	(52.051.505)	(79.087.922)
Sürd. Faal. Dönem karı / (zararı)	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569
DÖNEM KARI / (ZARARI)	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.387.764	3.588.829	5.767.589	(163.259)	1.287.057
Ana Ortaklık Dönem Karı	825.769.841	2.254.639.765	1.789.554.596	145.979.791	333.908.512

4. Sektörel Bilgiler

Türkiye Elektrik Piyasası

Türkiye elektrik piyasası değer zinciri 5 ana başlık altında incelenebilir.



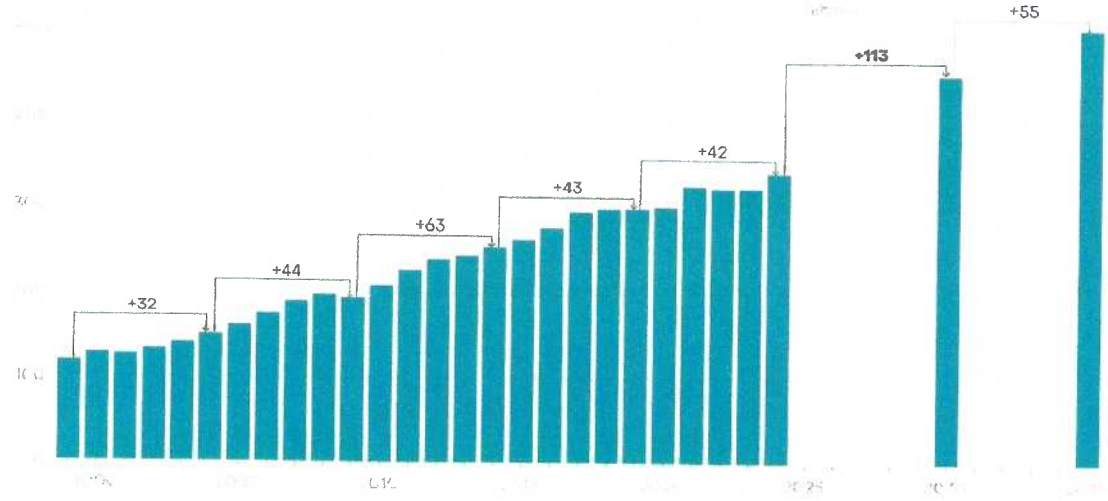
Kaynak: PWC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış, <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasına-genel-bakis-2023.pdf>

Piyanın üretim segmentinde hem özel santraller hem de EÜAŞ yoluyla kamu etkin bir rol oynamaktadır. Geçtiğimiz yıllarda kamunun üretim sektöründeki payı kademeli olarak azalmıştır. İletim sektöründe bir kamu kuruluşu olan TEİAŞ belirleyici konumdadır ve bu kurumun hisselerinin bir kısmını özelleştirilmesi için bir hedef konmuş olsa da öngörülebilir gelecekte bu segmentin kamu kontrolü altında kalacağı düşünülmektedir. Toptan satış piyasasında hem özel sektör katılımcıları hem de EÜAŞ aktif bir rol oynamaktadır. Dağıtım sektörü, yukarıda da belirtildiği üzere mevcut durumda tamamen özelleştirilmiştir. Perakende sektöründe ise görevli tedarikçiler ile özel sektör katılımcıları rol almaktadır.

Türkiye Elektrik Talebi

Türkiye’de uzun yıllar boyunca elektrik talep artışı yıllık birleşik %6,32 olarak ölçülmüş olup dönemsel kırılımlara bakıldığında 2009-2024 arasında %3,9 oranında, son on yıllık dönemde ise %2,98 olarak ölçülmüştür. Çeşitli faktörler ele alındığında ise 2045’e kadar, yıllık talep artışının %3,73 oranında seyredeceği tahmin edilmiştir. Bunu destekler nitelikte olarak, Türkiye’nin COP29’da ilan ettiği yeni iklim planına göre 2030 yılına kadar elektrik talebinin 113 TWh artacağı hesaplanmış olup bu tutar, 2019-2024 yılları arasındaki artışın üç katı olarak ölçülmektedir. Türkiye’de nüfus artışı dahil çeşitli faktörlerdeki yavaşlama, elektrik talebine olan ivmeyi azaltsa da yakın dönemde elektrik talebinde herhangi bir azalma olması beklenmemektedir.

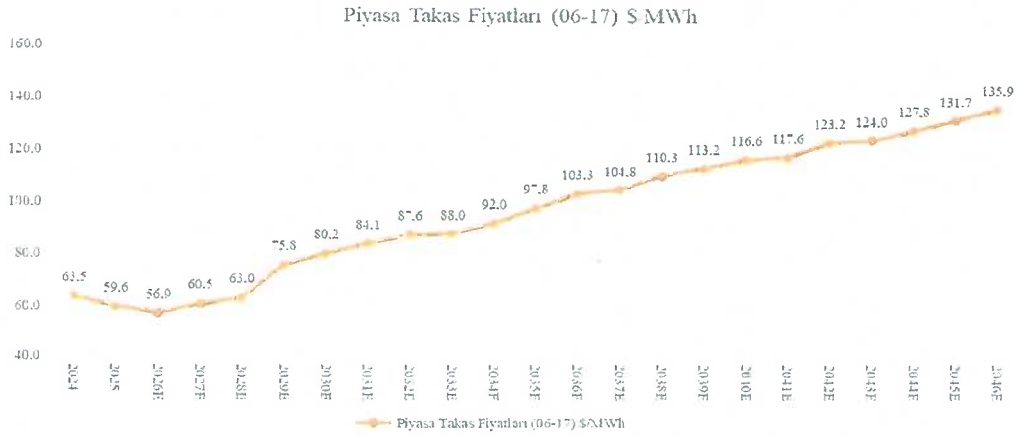
Türkiye'de elektrik talebi (TWh)



(Kaynak: <https://ember-energy.org/tr/analizler/turkiye-elektrik-gorunumu-2025/talep/>)

Elektrik Fiyatları

Modus tarafından hazırlanan Türkiye Elektrik Piyasası Raporu'na göre 2025-2046 yılları 06.00 – 17.00 saatlerinde ortalama elektrik fiyatlarının yıllık bileşik büyüme oranının %4,0 olacağı 2046 yılında 135,9 \$/MWh seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

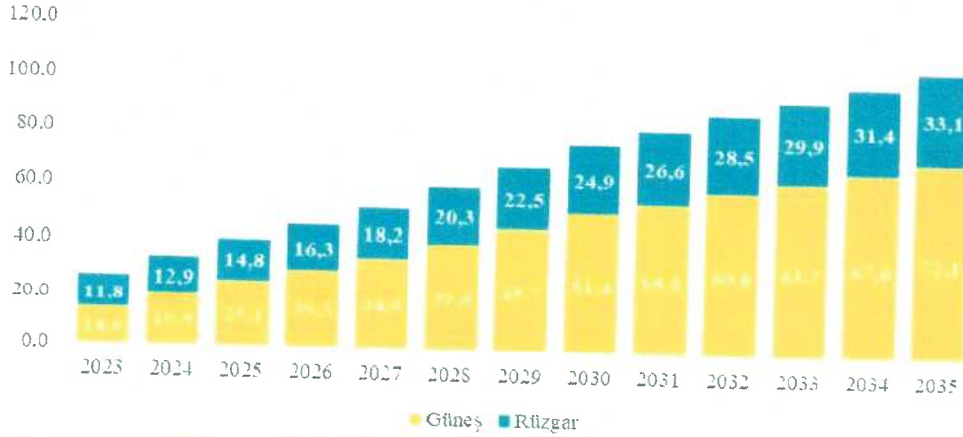


Modus Türkiye Elektrik Piyasası 2026 – 2046 Sektör Raporu

Kurulu Güç

Modus tarafından hazırlanan Türkiye Elektrik Piyasası Raporu'na göre GES ve RES kurulu güç 2035 yılına kadar kurulu güç tahminleri aşağıda yer almaktadır. 2025 – 2035 yılları arasında ortalama her yıl 4 GW yeni GES, 1,8 GW yeni RES kapasitesinin eklenmesi beklenmektedir. T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Ekim 2024'te gerçekleştirdiği sunum ile Yenilenebilir Enerjide 2035 hedeflerini açıklamıştır. Bu sunuma göre 2035 yılında RES ve GES toplam kurulu gücünün 120 GW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Bu tahmin 2026-2035 döneminde RES ve GES toplam kapasitesinde her yıl ortalama 8 GW artışı işaret etmektedir.

Kurulu Güç GW

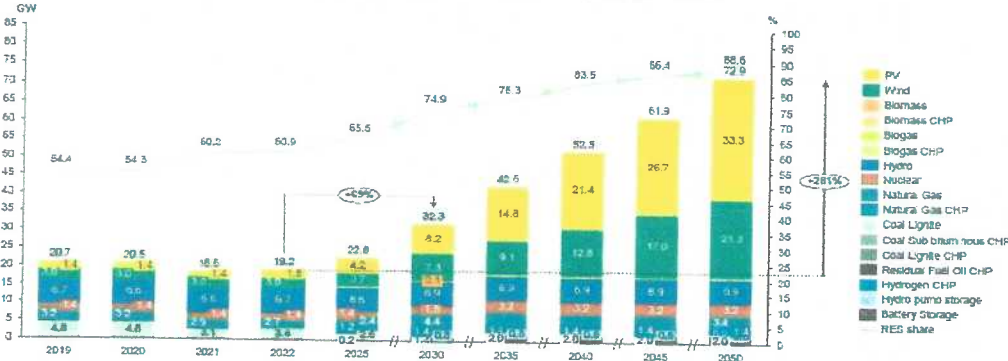


Kaynak: Modus Türkiye Elektrik Piyasası 2026 – 2046 Sektör Raporu

Romanya

2024 Ekim'de yayımlanan edilen Romanya Entegre Ulusal Enerji ve İklim Planı 2025-2030 güncellemesine göre Romanya'nın, 2030 yılında 8,2 GW kapasiteye ulaşmayı hedeflediği belirtilmektedir¹. Gerçekleştirilen hızlı yatırımlar neticesinde 2024 yılında 1,7² GW 2025 yılında 2,2 GW kapasite eklenmiş ve toplam GES kapasitesi 7,0³ GW seviyesine yükselmiştir. Romanya GES kurulu gücünün 2030 yılında 24,0⁴ GW seviyesine çıkabileceğine ilişkin tahminler bulunmaktadır. Yapılan yenilenebilir enerji yatırımları neticesinde BESS kapasitesi ihtiyacının da artması beklenmektedir.

Figure 31. Indicative objective for the installed capacity for electricity generation



Source: 2019-2021 Energy balance EUROSTAT, 2025-2050 LEAP-RO model

Note: Starting from 2036, all natural gas plants will switch to use at least 50% of renewable and/or low-carbon gaseous fuels (including green gases) which will lead to additional "RES" capacities and GHG emission level reduction. In the above graphs, after 2035, by natural gas one means natural gas, biomethane and renewable hydrogen.

¹ https://commission.europa.eu/document/download/75df0ac2-ccf9-4212-89ac-2a603bd43e36_en?filename=RO_FINAL%20UPDATED%20NECP%202021-2030%20%28English%29.pdf

² <https://www.pv-magazine.com/2025/01/31/romania-2024-solar-additions-hit-1-7-gw/>

³ <https://www.pv-magazine.com/2026/01/14/romania-installs-2-2-gw-of-solar-in-2025/>

⁴ <https://www.solarglobal.ro/en/romania-devine-lider-european-in-energia-solara/>

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerleme yaklaşımı mevcuttur.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Masfen Enerji pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerleme yaklaşımının belirlenmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Masfen Enerji'nin bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre 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. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerleme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi"dir. Şirketin GES yatırımları ile elektrik üretimi; mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) faaliyetlerinde bulunması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Masfen Enerji ile

benzerlik taşıyan şirketler bulunmaktadır. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin ticari hayatlarının hangi evresinde olduklarını, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgendikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son döneme ait "net finansal borç"un düşülmesi ve varsa "net diğer varlık değeri"nin eklenmesiyle "Şirket Değeri" ya da

“Özkaynak Değeri”ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli “finansal borçlar”dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

Projeksiyonlar;

i) EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri) gelirlerinde; güncel satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2026 – 2035 dönemi için,

ii) Güneş Enerjisi Santralleri gelirlerinde güncel elektrik fiyatları ve üretim kapasitesi baz alınarak 2026 – 2068 dönemleri için üretim, satış, dağıtım, tedarik süreçlerine etki edecek Şirket ve sektör gelişmeleri ile beklentileri de dikkate alınarak tahmin edilen enflasyon etkileriyle ve yine aynı dönem için öngörülen satış miktarları ile oluşturulmuştur. Masfen Enerji’nin Türkiye’deki Güneş Enerjisi Santrallerinin Projeksiyonlarının oluşturulmasında kullanılan 2026 - 2046 elektrik fiyatları Modus Enerji Danışmanlık’ın hazırladığı Türkiye Elektrik Piyasası raporundan alınmıştır.

6. Değerleme

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi’ne göre Masfen Enerji’nin şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için; 31.03.2026 tarihli bilanço verileri ile 01.04.2025 – 31.03.2026 dönemine ilişkin (son 12 ay) Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır. Söz konusu veriler 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. Faaliyet gösterilen ülkenin para birimi Türk Lirası (TL) olmasına rağmen, Grup, geçerli para birimini, 21 no.lu Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) “Kur Değişiminin Etkileri” uyarınca Amerikan Doları (USD) olarak belirlemiştir. Grup’un finansal tabloları sunum para birimi “Türk Lirası” (TL)’dir. TMS 21 kapsamında Amerikan Doları (USD) olarak hazırlanan finansal tablolar TL’ye çevrilmiştir.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç – Nakit Pozisyonu

Net Borç- Milyon TL*	2023	2024	2025	2026/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.281	2.443	4.408	4.575
Finansal Yatırımlar	31	98	73	0
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	1	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	82	554	666	690
Varlıklar	1.393	3.095	5.148	5.265
Kısa Vadeli Borçlanmalar	148	5	58	45
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	270	205	191	148
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	35	6	8	9
Bağlı Ortaklık Edinimine İlişkin Ödenecek Satın Alım Bedelleri	-	-	135	113
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	20	149	29	41
Uzun Vadeli Borçlanmalar	498	224	346	430
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	-
Yükümlülükler	971	590	767	785
Net Borç (Nakit)	(422)	(2.506)	(4.381)	(4.480)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

6.1.1.2. FAVÖK

Masfen Enerji'nin Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK tutarı aşağıda yer almaktadır.

FAVÖK - Milyon TL*	2023	2024	2025	2025/03	2026/03	2026/03*
Net Satışlar	2.813	4.381	3.858	401	1.207	4.665
SMM	(1.825)	(2.159)	(2.165)	(261)	(916)	(2.819)
Brüt Kar	988	2.222	1.693	139	292	1.845
Genel Yönetim Giderleri	(30)	(55)	(67)	(13)	(24)	(79)
Pazarlama, Giderleri (-)	(1)	-	(2)	(1)	(1)	(2)
Esas Faal. Diğer Gelirler	247	604	405	112	106	399
Esas Faal. Diğer Giderler (-)	(156)	(550)	(474)	(101)	(104)	(477)
Esas Faaliyet Karı	1.048	2.221	1.554	136	268	1.687
Amortisman	86	139	173	40	56	190
FAVÖK	1.134	2.359	1.727	176	325	1.877
FAVÖK Marjı	40,3%	53,9%	44,8%	43,9%	26,9%	40,2%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

*Son 12 aylık 01.01.2025 – 31.12.2025 (2025/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2025 – 31.03.2025 (2025/03)" dönemine ait tutarlar çıkarılmış ve "01.01.2026 - 31.03.2026 (2026/03)" dönemine ait tutar eklenmiştir

Not: Tabloda hesaplanan ve çarpan değerlemesinde kullanılan FAVÖK tutarının içerisinde Masfen'in %90 pay sahibi olduğu toplamda 11,0 MWp kurulu güce sahip 6 bağlı ortaklığının elektrik satışlarından elde ettiği gelirler de yer almaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla bu bağlı ortaklıkların Masfen'in konsolide ciro içerisindeki ortalama payı yaklaşık %2,1 seviyesindedir.

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da ve yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK çarpanı incelenmiştir. Bu çarpan ile yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olması, sıkça tercih edilmesi, iş hacmi, firmaların nakit yaratma karlılık kapasiteleri ve borçlar ödendikten sonra kalan varlık değerini en iyi şekilde yansıttığı düşünülmüşü nedenleriyle emsal şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler ile yurt dışı piyasalarda işlem gören Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş firmalar dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları rapor tarihi itibarıyla hesaplanmış, medyan değerleri kullanılmıştır. FD/FAVÖK medyan çarpan değeri hesaplamasında; kapanış tarihinde söz konusu şirketlerden FAVÖK tutarı negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30,0'dan büyük olan çarpanlar değerlendirme dışı bırakılarak medyan değer hesaplanmıştır.

6.1.2.1. BIST – Benzer Şirketler

Masfen GES yatırımları ile elektrik üretimi ve GES-RES tesisleri için; mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu çerçevede yurt içi benzerler belirlenirken yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten şirketler ile elektrik üretim ve elektrik altyapısı sektörleri için mühendislik ve taahhüt hizmetlerinde bulunan firmalar seçilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sektör Şirketleri	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Anel Elektrik	29.150	1.941	31.091	-1.594	A-10
Orge Enerji	9.728	-188	9.540	2.236	4,3
Birleşim Mühendislik	4.155	554	4.709	566	8,3
Girişim Elektrik	37.973	4.578	42.551	4.977	8,5
Üçay Mühendislik	8.127	-775	7.352	735	10,0
Kontrolmatik Teknoloji	6.487	13.049	19.536	1.575	12,4
Ekos Teknoloji	8.635	326	8.961	-16	A-10
Europower Enerji	64.119	2.510	66.629	3.620	18,4
Yeo Teknoloji Enerji	38.340	6.689	45.029	4.136	10,9
Naturel Yenilenebilir Enerji	5.693	7.871	13.564	320	42,3
Esenboğa Elektrik Üretim	7.171	7.821	14.992	598	25,1
Margun Enerji	108.324	7.811	116.135	660	176,1
Ecogreen Enerji	22.345	8.256	30.601	1.997	15,3
Cw Enerji Mühendislik	42.700	8.070	50.770	4.239	12,0
Smart Güneş Enerjisi	23.120	10.536	33.657	2.204	15,3
Galata Wind Enerji	14.645	1.593	16.238	2.658	6,1
Aksu Enerji	2.402	0	2.403	22	111,1
Ayen Enerji	10.712	6.413	17.124	2.412	7,1
Aydem Yenilenebilir Enerji	18.429	22.054	40.482	5.451	7,4
Biotrend Çevre	9.115	5.734	14.849	270	55,1
Consus Enerji İşletmeciliği ve	2.167	3.913	6.080	468	13,0
Hun Yenilenebilir Enerji	3.820	1.918	5.738	732	7,8
Akfen Yenilenebilir Enerji	28.919	11.367	40.285	5.075	7,9
Tatlıpınar Enerji Üretim	16.639	6.973	23.613	1.660	14,2
Mogan Enerji Yatırım Holding	34.088	30.095	64.184	7.685	8,4
Ic Enterra Yenilenebilir Enerji	20.486	11.619	32.105	3.482	9,2
Lydia Yeşil Enerji	25.908	-25	25.882	-37	A-10
Birleşim Grup Enerji	47.285	3.185	50.470	762	66,3
Enda Enerji Holding	8.123	-1.478	6.645	619	10,7
A1 Yenilenebilir Enerji	1.914	299	2.213	256	8,6
Arf Bio Yenilenebilir Enerji	5.372	-462	4.909	89	55,0
Pamel Elektrik	2.873	-4	2.869	39	73,3
Best Brands Grup Enerji	7.114	-294	6.821	185	36,9
Medyan					9,6

Kaynak: Rasyonet, 22.06.2026

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.2.2. Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışı piyasalarda işlem gören, faaliyetleri, ürünleri ve ilişkili oldukları sektörler itibarıyla Masfen Enerji ile benzerlik gösteren; yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten şirketler ile elektrik üretim ve elektrik altyapısı sektörleri için mühendislik ve taahhüt hizmetlerinde bulunan firmalar seçilmiştir. Bu firmalara ilişkin finansal veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Sektör Şirketleri	Ülke	PD - mn USD	Faaliyet Konusu
Pekat Group Bhd	Malezya	261	Şirket, güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Energyvision Nv	Belçika	996	Şirket, konutlara yönelik güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu ve bu sistemlerden elektrik üretimi hizmetlerini sunmaktadır. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Altea Green Power Spa	İtalya	147	Şirket, yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve RES ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Ameresco Inc	Amerika	1.532	Şirket, enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi ve kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve biyogaz ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Northern Solar Holdings Bhd	Malezya	57	Şirket, güneş enerjisi projelerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Solarvest Holdings Bhd	Malezya	650	Şirket, ticari ve endüstriyel güneş enerjisi projelerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
West Holdings Corp	Japonya	641	Şirket, güneş enerjisi santrallerinin geliştirilmesi ve kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Cox Energy America Sab De Cv	Meksika	399	Şirket, güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Hd Renewable Energy Co Ltd	Tayvan	369	Şirket, güneş enerjisi santrallerinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte olup güneş enerjisi projeleri geliştirmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Ina Energy Corp	Tayvan	141	Şirket, güneş enerjisi santrallerinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte olup güneş projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
J&V Energy Technology Co Ltd	Tayvan	337	Şirket, güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu ile elektrik üretimi faaliyetlerini birlikte yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Pne Ag	Almanya	990	Şirket, yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve RES ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.

Sektör Şirketleri	PD - mn USD	PD	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Yerel Para						
Pekat Group Bhd	261	1.162	112	1.273	80	16,0
Energyvision Nv	996	870	92	962	39	25,0
Altea Green Power Spa	147	129	3	132	8	16,9
Ameresco Inc	1.532	1.532	1.855	3.387	235	14,4
Northern Solar Holdings	57	253	-32	221	21	10,3
Solarvest Holdings Bhd	650	2.896	-54	2.842	130	21,9
West Holdings Corp	641	103.562	51.633	155.195	11.490	13,5
Cox Energy America Sab	399	348	77	425	89	4,8
Hd Renewable Energy	369	11.669	13.208	24.877	1.396	17,8
Ina Energy Corp	141	4.464	7.760	12.224	846	14,4
J&V Energy Technology	337	10.654	5.066	15.721	562	28,0
Pne Ag	990	864	749	1.613	81	19,9
Medyan						16,4

Kaynak: Rasyonet, 22.06.2026

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.2.3. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

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	milyon TL
Son 12 Ay FAVÖK	1.877
Net Finansal Borç (Nakit)	(4.480)

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt içi	60,0%	9,6x	22.517
Yurt Dışı	40,0%	16,4x	35.271
FD/FAVÖK	100,0%		27.619

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVÖK	100,0%	27.619
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	100,0%	27.619

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 31.03.2026 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç ve Net Varlık Değeri'ni de dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

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-satım 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 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihli Bilanço kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde dönem sonu Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Alış kuru, 2023, 2024, 2025, 2025/03 ve 2026/03 tarihli Gelir Tablosu kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde yıllık ortalama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Alış kuru baz alınmıştır. Kullanılan kurlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

USD/TRY Tahmin	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
ABD\$ /TRY Dönem Sonu	29,44	35,28	42,85	37,77	44,40
ABD\$/TRY Ortalama	23,89	32,82	39,51	36,20	43,60

6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar

İNA değerlemesi için kullanılan makroekonomik verilerin tahmini için 2025 – 2068 yılları için Deniz Yatırım öngörülleri kullanılmıştır. ABD\$/TL, Euro/ABD\$ paritesi projeksiyonunda 2025 – 2068 yılları arasında Türkiye, ABD ve Euro bölgesi için öngörülen enflasyonları üzerinden hesaplama yapılarak tahmin edilmiştir.

ABD Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	2,7%	3,8%	3,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,7%	3,8%
Ortalama	2,7%	3,5%	2,5%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,7%	3,5%
TL Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	30,9%	29,1%	21,1%	15,0%	12,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	30,9%	29,1%
Ortalama	34,9%	30,6%	21,2%	17,7%	13,3%	11,4%	11,0%	10,4%	10,0%	34,9%	30,6%
Euro Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	2,0%	3,0%	2,1%	2,2%	2,0%	2,1%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%
Ortalama	2,1%	2,7%	1,9%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,7%
ABD\$/TRY Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
ABD\$/TRY Dön Sonu	42,85	51,47	60,88	69,84	77,46	84,48	91,84	99,27	106,86	115,04	123,84
ABD\$/TRY Ortalama	39,46	46,77	55,32	63,47	70,39	76,76	83,46	90,21	97,11	104,53	112,53
EUR/ABD\$ Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EUR/ABD\$ Dön Sonu	1,17	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19	1,19	1,20
EUR/ABD\$ Ortalama	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,19	1,19

6.2.4. Şirket'in Faaliyet Alanları ve Şirket Değeri Hesaplama Metodolojisi

Masfen Enerji'nin iki ana faaliyet konusu bulunmaktadır:

- 1- Şirket, güneş ve rüzgar enerjisinden üretim yapan tesisler ile müstakil depolama tesislerine mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) hizmeti vermektedir.

Şirket, EPC faaliyetlerini Türkiye'de kendi bünyesinde, Romanya'da ise %100 bağlı ortaklığı olan Masfen Romania S.R.L. üzerinden gerçekleştirmektedir.

- 2- Şirket, GES yatırımları ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla toplamda 117,0 MWp kurulu güce sahip güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	60	69,92	58,07
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	10	11,42	8,89
Şirket'in %100 bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
Şirket'in %100 yurt dışı bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yunanistan	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

Romanya'da lisanslarını satın aldığı ve yatırımlarına başladığı 65,1 MWp kurulu güce sahip olması planan GES projeleri bulunmaktadır.

Bu çerçevede Masfen Enerji'nin şirket değerine ulaşmak için:

- EPC Faaliyetleri
 - Türkiye
 - Romanya
- Elektrik Üretim Faaliyetleri
 - Şirket tarafından işletilen 69,9 MWp güce sahip 60 lisanssız santral,
 - Şirket'in 7 farklı %90 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,4 MWp güce sahip 10 lisanssız santral,
 - Şirket'in 2 farklı %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 24,5 MWp güce sahip 2 lisanslı santral,
 - Şirket'in Yunanistan'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,2 MWp güce sahip 11 santral,
 - Şirket'in Romanya'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilecek ve 2027 Nisan itibarıyla 65,1 kurulu güce sahip olması planlanan 11 santrale

ilişkin projeksiyonlar gerçekleştirilmiş; EPC ve Elektrik üretim faaliyetleri için farklı AOSM'ler belirlenerek projeksiyonlar 31.03.2026 tarihine indirgenmiştir. Masfen Enerji'nin sahiplik oranı dikkate alınarak toplam firma değeri hesaplanmıştır. Hesaplanan toplam firma değerinden 31.03.2026 itibarıyla konsolide net borç çıkarılarak Masfen Enerji'nin Şirket Değerine ulaşılmıştır.

6.2.5. EPC Faaliyetleri

6.2.5.1. Türkiye EPC Faaliyetleri

Şirket, yurt içinde GES ve RES için EPC hizmeti sunmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı (Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	85,0%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	15,0%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	25,0%	%25,0 Kurumlar Vergisi
β - Beta	1,0	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.
Risksiz Getiri (Rf)	7,0%	US900123DN78 03.01.2035 Vadeli Eurobond son 3 Aylık ortalama Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	7,0%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	12,2%	$rf + \beta \times (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	5,2%	$Rd \times (1 - T)$
AOSM	11,4%	$[E/(E+D) \times Ke] + [D/(E+D) \times Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak US900123DN78 ISIN kodlu 03.01.2035 Vadeli Eurobond'un rapor tarihi itibarıyla son 3 aylık ortalama indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in güncel USD borçlanma faizi %7,0, kurumlar vergisi ise %25,0'tir.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) hesaplamasında, %85,0 Özkaynak - %15,0 Borç oranları dikkate alınmıştır

Proje Büyüklükleri

Aşağıda yer alan proje büyüklükleri, ilgili dönemlerde tamamlanarak faturalanan projeleri göstermektedir. Projeksiyon döneminde gelirler de aynı metodoloji doğrultusunda tamamlanarak faturalanan projeler esas alınarak oluşturulmuştur.

GES Proje Tipleri

1- İş Geliştirme (Masfen Modeli)

Şirket, "İş Geliştirme" proje tipinde EPC firması olarak; müşterilerine; proje geliştirme, fizibilite hazırlama, lisanslama, arazi edinimi, meteorolojik ölçümler, santral bileşenleri temini, anahtar teslimi yenilenebilir enerjisi santrali kurulum hizmetleri, santral devreye alımı, iletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri, şebeke bağlantısı ve kabulü hizmetlerini sunmaktadır.

Bu proje tipinde Şirket, santral kurulum müteahhitlik hizmetinin yanında aynı zamanda; proje geliştirme, yasal süreçlerin takibi, finansman çözümleri ve tasarım mühendisliği gibi geniş bir hizmet yelpazesi sunarak müşterilerine kapsamlı bir destek sağlamaktadır. Dolayısıyla "İş Geliştirme" proje tipi kapsamında verilen hizmetin normal bir taahhüt işlemine kıyasla katma değeri ve karlılığı daha yüksektir.

2021 yılında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği kapsamında yapılan değişikliklerle 5.1.h maddesi uyarınca öz tüketim amacıyla kurulan GES tesislerinin, tüketim tesisinin bulunduğu dağıtım lisansı bölgesi dışında da kurulabilmesi imkanının sağlanması, İş Geliştirme (Masfen Modeli) proje tipine olan talebi artırmıştır. Bu projelerin yatırımcılarının neredeyse tamamı, farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve ana faaliyetleri kapsamında tükettikleri elektriği karşılamak amacıyla santral kurma hedefi olan firmalardır. Dolayısıyla bu projelerin kurulu güçleri düşük, katma değeri ve karlılığı yüksektir. Masfen finansal tablo dönemleri itibarıyla bu proje tipinde küçük hacimli çok sayıda projeyi yöneterek yüksek kar marjı elde etmiştir. Bunla birlikte, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığının 2024-2028 yıllarına ait 12. Kalkınma Planı, ETKB ve TEİAŞ'ın verileri, sektör beklentileri, gerçekleşen YEKA ihaleleri ve verilmesi öngörülen depolamalı GES lisansları ışığında; projeksiyon döneminde İş Geliştirme tipindeki projelerin ağırlığının azalacağı, buna karşılık Masfen'in yüksek hacimli, nispeten düşük karlılığa sahip taahhüt projelerinin ağırlığının artacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in 2026 yılının kalan 9 ayında tamamlanması planlanan imzalı ya da imza aşamasında toplamda 42,2 MWp gücünde İş Geliştirme tipi projesi bulunmaktadır. Bu doğrultuda projeksiyon döneminde 2027-2035 arasında her yıl 45,0 MWp gücünde iş geliştirme projesi tamamlayacağı tahmin edilmiştir. Bu proje tipinde 2023, 2024 ve 2025 yılları brüt kar marjları sırasıyla %30,2, %48,2 ve %42,9, 2026/03 döneminde ise %33,4'tür. 2027