

Masfen Enerji A.Ş.

21/07/2026

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesine dayanılarak Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin, Masfen Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin değerlendirme raporu olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Fiyatı	45,68 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Dağıtım Yöntemi	Bireysel Yatırımcıya Eşit Dağıtım, Yüksek Başvurulu Yatırımcıya Oransal Dağıtım
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	555.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	85.000.000 TL
Sermaye Artırımı	55.000.000 TL
Ortak Satışı	30.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.882.800.000 TL
Tahsisat Grupları	
Yurt İçi Bireysel Yatırımcı	68.000.000 Lot (%80)
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı	8.500.000 Lot (%10)
Yüksek Başvurulu Yatırımcı	8.500.000 Lot (%10)
Halka Açıklık Oranı	%15,32
Konsorsiyum Lideri	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	22-23-24 Temmuz 2026
BIST İşlem Kodu	MASFN
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Şirket, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı yapmayacağını, bu şekilde dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını, Ortaklar, halka arz edilen payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca herhangi bedelli ve/veya bedelsiz sermaye artırımı kararlarında olumlu oy kullanmayacağını sahip olunan ve halka arza konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasında yol açacak şekilde satışa ve/veya halka arza konu etmeyeceklerini taahhüt etmiştir.

1. HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM ALANI

- Yenilenebilir enerji yatırımları: %75
- İşletme sermayesi: %25

2. ŞİRKET FAALİYETLERİ GENEL BİLGİLER

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, yenilebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmekte ve yenilenebilir enerji santralleri için proje geliştirme ve EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri) ile iştigal etmektedir.

Bu kapsamda Şirket:

- 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.
- 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.

Şirket Sermayesinin Dağılımı:

Ortağın Unvanı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,00	75.000.000	13,51
	B	175.000.000	35,00	165.000.000	29,73
Kemal Onur Karakuş	A	75.000.000	15,00	75.000.000	13,51
	B	175.000.000	35,00	155.000.000	27,93
Halka Açık Kısım	B	-	-	85.000.000	15,32
TOPLAM		500.000.000	100,00	555.000.000	100,00

3. DEĞERLEME ÖZETİ

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, pay başına değer belirlenmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerine yer verilmiştir.

Şirket'in değerlemesinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemleri eşit ağırlıklandırılmış olup, Şirket'in ortalama halka arz öncesi özsermaye değeri 22,84 milyar TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 400 milyon TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri %20,0 iskonto ile 45,68 TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları

Detaylar projeksiyonlarda açıklandığı üzere Masfen Enerji'nin şirket değerine ulaşmak için:

- EPC Faaliyetleri
 1. Türkiye
 2. Romanya
- Elektrik Üretim Faaliyetleri
 1. Şirket tarafından işletilen 69,9 MWp güce sahip 60 lisanssız santral,
 2. Şirket'in 2 farklı %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 24,5 MWp güce sahip 2 lisanslı santral,
 3. Şirket'in 7 farklı bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,4 MWp güce sahip 10 lisanssız santral,
 4. Şirket'in Yunanistan'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,2 MWp güce sahip 11 santral,
 5. 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.

İNA Analizi Sonucu	Şirket Değeri
EPC Türkiye (mn\$)	277,1
EPC Yurt Dışı (mn\$)	85,8
GES Türkiye (mn\$)	121,6
GES Yunanistan (mn\$)	11,0
GES Romanya (mn\$)	38,2
Firma Değeri (mn\$)	533,7
Net Borç (Nakit) (mn\$)	(100,9)
Şirket Değeri (mn\$)	634,6
Değerleme Tarihi – USD/TRY	46,46
Şirket Değeri (mnTL)	29,482

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi

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

Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler	Mn TL
Son 12 Ay FAVÖK	1,877
Net Finansal Borç (Nakit)	(4.480)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketler (mnTL)	Şirket Değeri	Çarpan	Ağırlık
Yurt İçi	22.517	9,6x	%60
Yurt Dışı	35.271	16,4x	%40
FD/FAVÖK	27.619		%100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu

Masfen Enerji - Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (mnTL)	Ağırlık
İndirgenmiş Nakit Akımları	29.482	%50
Çarpan Analizi	27.619	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	28.551	%100

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	(Mn TL)
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	28.551
Ödenmiş Sermaye	500
Halka Arz Öncesi Birim Pay Değeri	57,10
Halka Arz İskontosu	%20,0
İskontolu Özsermaye Değeri	22.840
Halka Arz Fiyatı	45,68
Halka Arz Büyüklüğü	3.882,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

4. DEĞERLENDİRME VE SONUÇ

- Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.’nin Fiyat Tespit Raporunda yer alan bilgilerin açıklayıcı ve verilerle desteklenmiş olduğunu düşünmekteyiz. Şirket’e, sektöre ve Şirket’in sektördeki yerine ilişkin olarak verilen bilgi ve verilerin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket’in halka arz edilecek pay başına değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerinin kullanılmış olmasını, İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemlerine eşit ağırlık verilmiş olmasını uygun buluyoruz. Çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK rasyosu kullanılmıştır. 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 düşünülmesi nedenleriyle emsal şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmış olmasını uygun buluyoruz.
- Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri ile Şirket’in halka arz öncesi özkaynak değeri 28,55 Milyar TL olarak hesaplanmış olup, halka arz öncesi özsermaye değeri üzerinden, %20,0 halka arz iskonto oranı uygulanarak, halka arz fiyatı hisse başına 45,68 TL olarak hesaplanmış olmasını makul buluyoruz.

EK 1: Masfen Enerji A.Ş. Özet Bilançolar

(TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.280.921.620	2.443.357.780	4.407.859.211	4.575.349.543
Ticari Alacaklar	288.220.114	296.498.355	196.860.277	200.233.580
Dönen Varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Maddi Duran Varlıklar	2.937.691.809	3.410.509.788	4.198.308.261	4.331.127.301
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	81.500.010	554.164.995	665.610.991	689.696.566
Duran Varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
Toplam Varlıklar	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
Kısa Vadeli Borçlanmalar	147.842.968	4.666.243	57.694.177	44.825.766
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	269.695.567	205.238.171	191.436.987	148.436.834
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
Uzun Vadeli Borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	200.644.854	476.034.548	764.251.562	872.263.762
Uzun Vadeli Yükümlülükler	699.773.097	703.063.349	1.114.410.016	1.307.669.961
Özkaynaklar	2.572.474.644	5.512.805.727	8.635.932.306	9.297.538.607
Toplam Kaynaklar	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

EK 2: Masfen Enerji A.Ş. Özet Gelir Tablosu

(TL)	01.01.- 31.12.2023	01.01.- 31.12.2024	01.01.- 31.12.2025	01.01.- 31.03.2025	01.01.- 31.03.2026
Hasılat	2.813.308.285	4.381.054.826	3.857.987.719	400.605.961	1.207.255.723
Brüt Kar	988.048.965	2.221.562.942	1.692.951.921	139.339.306	291.661.558
Esas Faaliyet Karı	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Finansman Gideri Öncesi Kar	1.126.454.464	2.808.619.327	2.407.890.299	250.640.342	530.686.205
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
Dönem Karı	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Burada yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum ve istatistiki şekil ve değerler hazırlandığı tarih itibarıyla mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. tarafından, karşılığında herhangi bir maddi menfaat temin edilmeksizin, genel anlamda bilgi vermek amacıyla hazırlanmış olup, hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan bilgiler yatırımcılar tarafından danışmanlık faaliyeti olarak kabul edilmemeli ve yatırım kararlarına esas olarak alınmamalıdır. Bu bilgiler, belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte ve bu yönde herhangi bir şekilde taahhüt veya garantimiz bulunmamaktadır. Bu itibarla bu sayfalarda yer alan ve hiçbir şekilde yönlendirici nitelikte olmayan hususlar hakkında herhangi bir sorumluluğumuz bulunmamaktadır. Marbaş Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Gerek bu yayındaki gerekse bu yayında kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu yayındaki bilgilerin kullanılması sonucunda yatırımcıların ve/veya ilgili kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kâr yoksunluğundan manevi zararlardan ve her ne şekil ve surette olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü zararlardan dolayı Marbaş Menkul Değerler A.Ş. sorumlu tutulamaz.