

Masfen Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

21 Temmuz 2026



İçindekiler

Önemli Not	3
1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2 Şirket Hakkında Bilgi.....	4
3 Finansal Durum	5
4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	5
4.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	6
4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	7
4.3 Sonuç	9
5 Görüş	9
5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA).....	10
5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi	10
5.3 Sonuç.....	10

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Deniz Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluş olduğu Masfen Enerji A.Ş. ("Masfen Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı 22 Haziran 2026 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Konsorsiyum Lideri	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	500.000.000 TL
Halka Arz Oranı	15,32%
Halka Arz Metodu	%64,7 Sermaye Arttırımı %35,3 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	85.000.000 TL
Ek Satış	Yoktur
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortaklar için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %80 Yurt İçi Kurumsal: %10 Yüksek Başvurulu: %10
Fiyat İstikrarı	Planlanmaktadır
Halka Arz Büyüklüğü	3.882.800.000 TL
Talep Toplama	22-23-24 Temmuz 2026
Halka Arz Fiyatı	45,68 TL
Bağımsız Denetçi	Rasyonel Grup Taşınmaz Değerleme A.Ş. Reform Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Şirket'in 500.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi, halka arz kapsamında gerçekleştirilen 55.000.000 TL nominal değerli sermaye arttırımı ile 555.000.000 TL'ye yükseltilecektir. Halka arz kapsamında, 55.000.000 TL nominal değerli paylar sermaye arttırımı yoluyla, 30.000.000 TL nominal değerli paylar ise mevcut ortaklardan Mehmet Songur tarafından 10.000.000 ve Kemal Onur Karakuş tarafından 20.000.000 nominal değerli ortak satışı yoluyla olmak üzere toplam 85.000.000 TL nominal değerli pay yatırımcılara arz edilecektir.

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,0	75.000.000	13,51
	B	175.000.000	35,0	165.000.000	29,73
Kemal Onur Karakuş	A	75.000.000	15,0	75.000.000	13,51
	B	175.000.000	35,0	155.000.000	27,93
Halka Açık Kısım		-	-	85.000.000	15,32
Toplam		500.000.000	100.0%	555.000.000	100.0%

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Güneş ve Rüzgâr Santralleri ile Müstakil Elektrik Depolama Tesisleri Başta Olmak Üzere Her Türlü Yenilenebilir Enerji Yatırımları	%75,00
Yurtiçi ve Yurtdışında Yer Alan Mühendislik ve Proje Geliştirme Faaliyetleri İçin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%25,00

Kaynak: Fon Kullanım Yeri Raporu

2 Şirket Hakkında Bilgi

Masfen Enerji Anonim Şirketi 2014 yılında Isparta'da kurulmuştur.

Şirket, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermekte olup faaliyetlerini iki ana iş kolu altında sürdürmektedir. Bunlar; yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi ile yenilenebilir enerji santrallerine yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) hizmetleridir.

Bu kapsamda Şirket, sahip olduğu güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretimi ve satışı yapmakta; ayrıca kamu ve özel sektör müşterilerine GES projelerinin geliştirilmesi, kurulumu, işletmeye alınması, bakım-onarım hizmetleri ile enerji nakil hattı, şalt sahası ve enerji depolama sistemleri kurulumu alanlarında EPC hizmetleri sunmaktadır.

3 Finansal Durum

Özet Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Dönen Varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Duran Varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
TOPLAM VARLIKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
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: İzahname

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2025	31.03.2026
Hasılat	2.813.308.285	4.381.054.826	3.857.987.719	400.605.961	1.207.255.723
Satışların Maliyeti (-)	-1.825.259.320	-2.159.491.884	-2.165.035.798	-261.266.655	-915.594.165
Brüt Kar	988.048.965	2.221.562.942	1.692.951.921	139.339.306	291.661.558
Pazarlama Giderleri (-)	-654.643	-2.320.199	-1.445.986	-1.445.986	-691.857
Genel Yönetim Giderleri (-)	-30.464.471	-54.659.168	-66.633.984	-12.553.672	-24.436.334
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	247.406.573	604.013.237	404.812.188	112.236.078	105.933.242
Esas Faaliyetlerden 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 Faaliyetlerinden Gelirler	177.145.023	806.316.734	1.450.815.608	292.274.027	409.354.916
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-99.097.064	-218.345.130	-597.305.271	-177.713.284	-147.137.176
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	1.126.454.464	2.808.619.327	2.407.890.299	250.640.342	530.686.205
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
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
- Dönem Vergi Gelir / 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
Dönem Karı / Zararı	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569

Kaynak: İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Masfen Enerji'nin Borsa İstanbul'un Yıldız Pazar'da işlem görmesi için satışa konu olacak paylarının birim fiyatı tespitinde aşağıdaki değerleme yöntemleri dikkate alınmıştır. Gelir Yaklaşımı Kapsamında; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA), Pazar Yaklaşımı Kapsamında; Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmıştır.



4.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca, İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) yöntemi, değerlemeye konu olan firmanın gelecek yıllarda elde edeceği gelirleri dikkate almaktadır. Daha açık bir anlatımla, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, şirketin faaliyetleri sonucu oluşan ve gelecek yıllarda elde edilmesi beklenen nakit akımlarını indirgeme faktörü ile bugüne indirgeyerek şirket değerinin tespit edilmesinde uygulanan bir değerlendirme yöntemidir.

Değerleme Yöntemi İNA	Birim	Şirket Değeri
EPC Türkiye	mn\$	277,1
EPC Yurt dışı	mn\$	85,8
GES Türkiye	mn\$	121,6
GES Yunanistan	mn\$	11
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	ABD\$/TRY	46,46
Şirket Değeri	mn TL	29.482

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA yönteminde kullanılan projeksiyonlar oluşturulurken şirket faaliyetleri kendi dinamikleri içerisinde ayrı ayrı değerlendirilmiştir. Masfen Enerji'nin faaliyetleri temel olarak EPC faaliyetleri ile elektrik üretim faaliyetlerinden oluşmaktadır. Bu doğrultuda şirket değeri hesaplanırken farklı faaliyet alanlarının nakit üretim kapasiteleri ayrı ayrı projekte edilmiş ve değerlendirme modeline dahil edilmiştir.

Masfen Enerji'nin iki ana faaliyet konusu bulunmaktadır:

- Şirket, güneş ve rüzgâr enerjisinden üretim yapan tesisler ile müstakil depolama tesislerine yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) hizmetleri sunmaktadır.
- Şirket, sahip olduğu güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.

Şirket, EPC faaliyetlerini Türkiye'de doğrudan kendi bünyesinde, Romanya'da ise %100 bağlı ortaklığı olan Masfen Romania S.R.L. aracılığıyla yürütmektedir. Elektrik üretim faaliyetleri kapsamında ise Türkiye ve yurt dışında faaliyet gösteren bağlı ortaklıkları üzerinden güneş enerjisi santrallerini işletmektedir.

Rapor tarihi itibarıyla şirket ve bağlı ortaklıklarının toplam **117,04 MWp** kurulu güce sahip güneş enerjisi santrali portföyü bulunmaktadır. Bu portföyün **69,92 MWp**'lik kısmı şirket tarafından işletilen lisanssız santrallerden, **11,42 MWp**'lik kısmı bağlı ortaklıklar tarafından işletilen lisanssız santrallerden, **24,50 MWp**'lik kısmı bağlı ortaklıklar tarafından işletilen lisanslı santrallerden ve **11,20 MWp**'lik kısmı ise Yunanistan'da bulunan yurtdışı santrallerden oluşmaktadır. Ayrıca Romanya'da geliştirilmekte olan ve 2027 yılı itibarıyla devreye alınması planlanan toplam **65,1 MWp** kurulu güce sahip güneş enerjisi projeleri de değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

Bu çerçevede Masfen Enerji'nin şirket değerine ulaşabilmek amacıyla aşağıdaki faaliyet alanlarına ilişkin ayrı projeksiyonlar hazırlanmıştır:

- **EPC Faaliyetleri**
 - Türkiye
 - Romanya
- **Elektrik Üretim Faaliyetleri**
 - Şirket tarafından işletilen 69,9 MWp kurulu güce sahip 60 adet lisanssız santral,
 - Şirket'in 7 farklı %90 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,4 MWp kurulu güce sahip 10 adet lisanssız santral,



- Şirket'in 2 farklı %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 24,5 MWp kurulu güce sahip 2 adet lisanslı santral,
- Şirket'in Yunanistan'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,2 MWp kurulu güce sahip 11 adet santral,
- Şirket'in Romanya'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilecek ve 2027 yılı itibarıyla toplam 65,1 MWp kurulu güce sahip olması planlanan 11 adet santral.

Söz konusu faaliyet alanlarına ilişkin projeksiyonlar ayrı ayrı hazırlanmış, EPC faaliyetleri ve elektrik üretim faaliyetleri için farklı AOSM oranları kullanılarak nakit akımları 31.03.2026 tarihine indirgenmiştir. Elde edilen değerler şirketin sahiplik oranları dikkate alınarak konsolide edilmiş, toplam firma değerine ulaşılmıştır. Hesaplanan toplam firma değerinden 31.03.2026 tarihi itibarıyla net nakit pozisyonu etkisi dikkate alınarak Masfen Enerji'nin şirket değeri hesaplanmıştır. Bu kapsamda İNA çalışması sonucunda şirket değeri **634,6 mn ABD\$**, başka bir ifadeyle **29,48 milyar TL** olarak hesaplanmıştır.

4.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

Yurt İçi Benzer Şirketler

Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören ve Şirket ile benzer faaliyet alanlarında bulunan şirketlerle karşılaştırma yapılarak özkaynak değerinin belirlenmesi amacıyla "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Masfen Enerji ile benzer faaliyet gösteren şirketlerin piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem, etkin işleyen piyasalarda işlem gören şirketlerin piyasa değerlerinin, ilgili şirketlerin büyüme beklentilerini ve risk seviyelerini yansıttığı varsayımına dayanmaktadır.

Masfen Enerji; güneş enerjisi santrali yatırımları ile elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve GES ile RES projelerine yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu çerçevede yurt içi benzer şirketler belirlenirken yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten şirketler ile elektrik üretim ve elektrik altyapısı sektörlerine mühendislik ve taahhüt hizmeti sunan şirketler değerlendirilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan FD/FAVÖK çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır. FD/FAVÖK medyan çarpan değeri hesaplamasında, FAVÖK'ü negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30,0'un üzerinde bulunan şirketler değerlendirme dışı bırakılmış ve düzeltilmiş medyan değerler esas alınmıştır.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Yurt İçi Benzer Şirketler:

Sektör Şirketleri	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Anel Elektrik	29.150	1.941	31.091	-1.594	A.D
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.D
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
Aksa 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-D
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
Düzeltilmiş Medyan					9,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Eliminasyon sonrasında kalan gözlemler üzerinden BIST’de yer alan benzer şirketler için medyan FD/FAVÖK çarpanı **9,6x** olarak bulunmuştur.

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 şirketler seçilmiştir. Bu şirketlere ilişkin finansal veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK
Pekat Group Bhd	Malezya	16,0
Energyvision Nv	Belçika	25,0
Altea Green Power Spa	İtalya	16,9
Ameresco Inc	ABD	14,4
Northern Solar Holdings Bhd	Malezya	10,3
Solarvest Holdings Bhd	Malezya	21,9
West Holdings Corp	Japonya	13,5
Cox Energy America Sab De Cv	Meksika	4,8
Hd Renewable Energy Co Ltd	Tayvan	17,8
Ina Energy Corp	Tayvan	14,4
J&V Energy Technology Co Ltd	Tayvan	28,0
Pne Ag	Almanya	19,9
Düzeltilmiş Medyan		16,4

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yabancı benzer şirketler için medyan FD/FAVÖK çarpanı **16,4x** olarak bulunmuştur.

Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi'nde Kullanılan Finansal Veriler (mn TL)	31.03.2026
FAVÖK - S12A	1.877
Net Finansal Borç / (Nakit)	(4.480)



Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi	Özkaynak Değeri (mn TL)	Ağırlık	Ağırlıklı Değer (mn TL)
Yurt İçi Benzer Şirket FD/FAVÖK Medyanı ile Hesaplanan Değer	22.517	60%	13.510
Yurt Dışı Benzer Şirket FD/FAVÖK Medyanı ile Hesaplanan Değer	35.271	40%	14.108
Toplam			27.619

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler ve yurt dışı benzer şirketlerden elde edilen değerler %60- %40 ağırlıklandırılarak değerlendirilmiştir. BIST benzer şirketleri için hesaplanan değer 22.517 mn TL, yurt dışı benzer şirketler için hesaplanan değer ise 14.108 mn TL olup, söz konusu değerlerin %60-%40 ağırlıklandırılması sonucunda Şirket'in çarpan analizine göre ağırlıklandırılmış özkaynak değeri **27.619 mn TL** olarak hesaplanmıştır.

4.3 Sonuç

Değerleme Sonucu (mn TL)	Özkaynak	Ağırlık	Ağırlıklı Özkaynak Değeri
Gelir Yaklaşımı - İndirgenmiş Nakit Akışları	29.482	50,0%	14.741
Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi	27.619	50,0%	13.810
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri			28.551

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu (mn TL)	
Net Finansal Borç / (Net Nakit)	(4.480)
Halka Arz Öncesi Özkaynak Değeri	28.551
Halka Arz İskontosu	20%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özkaynak Değeri	22.840
Pay Adedi	500
İskontolu Birim Pay Değeri	45,68

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket değerlemesinde indirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan analizinde, yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerleri esas alınarak Şirket'in özkaynak değeri hesaplanmıştır. Bu kapsamda, çarpan analizinde elde edilen özkaynak değeri **27.619 mn TL** olarak hesaplanmıştır.

İNA yönteminde ise projeksiyon döneminde elde edilmesi öngörülen serbest nakit akımlarının indirgenmesi sonucunda özkaynak değeri **29.482 mn TL** olarak hesaplanmış olup, her iki yöntem %50 ağırlık ile değerlemeye dahil edilmiştir.

Her iki değerlendirme yönteminin ağırlıklandırılması sonucunda Şirket'in iskonto öncesi özkaynak değeri **28.551 mn TL** olarak bulunmuştur.

Belirlenen değerlendirme sonuçları doğrultusunda, %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz sonrası özkaynak değeri **22.840 mn TL** olarak hesaplanmıştır. Bu kapsamda, çıkarılmış sermaye üzerinden hesaplanan halka arz pay başına değer **45,68 TL** olarak belirlenmiş olup, sermaye artırımları ve ortak satışı yoluyla gerçekleştirilecek halka arz sonrasında toplam halka arz büyüklüğü 3.882.800.000 TL olarak öngörülmektedir. Halka arz sonrası çıkarılmış sermayenin 550.000.000 TL'ye ulaşması ve halka açıklık oranının %15,32 seviyesinde gerçekleşmesi beklenmektedir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü aşağıdaki değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

- Şirket'in kendine özgü dinamiklerini yansıtabilirdiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Şirket'in faaliyetlerinin EPC Türkiye, EPC Yurt Dışı, GES Türkiye, GES Yunanistan ve GES Romanya olmak üzere ayrı segmentler bazında değerlendirilmesini, her faaliyet kolunun kendi dinamiklerini ve nakit üretim kapasitesini daha sağlıklı yansıtmaları açısından uygun buluyoruz.
- İNA analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda verilen makroekonomik tahminler çerçevesinde uç değer büyüme oranının %2,0 alınmasını makul buluyoruz.
- AOSM hesaplarında kullanılan farklı risk primlerini, risksiz faiz oranlarını, borçlanma maliyetlerini ve borçluluk oranını makul bulmaktayız.

5.2 Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi

- Çarpan analizinde, Şirket'in faaliyet alanlarıyla uyumlu olacak şekilde yenilenebilir enerji üretimi, enerji altyapısı, mühendislik ve EPC faaliyetlerinde bulunan yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirketlerin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizine %50 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Yurt içi benzer şirket değerlemesine %60, yurt dışı benzer şirket değerlemesine %40 ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını, şirketin operasyonel performansını ve nakit yaratma kapasitesini daha sağlıklı yansıtmaları nedeniyle uygun buluyoruz.
- Çarpan analizinde uç değerlerin elenerek düzeltilmiş medyan FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz.
- FAVÖK değeri negatif olan şirketlerin ve FD/FAVÖK çarpanı 30,0x'in üzerinde bulunan şirketlerin değerlendirilmesine dahil edilmemesini uygun buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, pazar yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Deniz Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup, raporun kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (gelir yaklaşımı, pazar yaklaşımı) Masfen Enerji'nin Piyasa Değeri hesaplanmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, gelir ve pazar yaklaşımlarının kullanılması makul bulunmuştur.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 45,68 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.