

İşbu rapor, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin Masfen Enerji A.Ş. ("Şirket" ve/veya "İhraççı") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

Halka Arz Özeti	Halka Arz Bilgileri			
	Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	500.000.000	Toplam Halka Arz Edilecek Pay (TL)	85.000.000
	Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye (TL)	555.000.000	Halka Açılacak Oran (%)	15,32%
	Sermaye Artırımı (TL)	55.000.000	Halka Arz Satış Fiyatı (TL)	45,68
	Mevcut Pay Satışı (TL)	30.000.000	Satış Yöntemi	Sabit fiyat ile talep toplama

1.Şirket Faaliyetleri Hakkında Önemli Bilgiler

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 gerçekleştirmek ve (2) yenilenebilir enerji santralleri için proje geliştirme ve EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım ve onarım işleri) ile iştigal etmektir.

Bu kapsamda Şirket: Yenilenebilir Enerji Üretimi: Şirket yapmış olduğu GES yatırımları ile elektrik üretim ve ürettiği elektriğin satışı faaliyetlerinde 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.

Yenilenebilir Enerji Üretim Faaliyetleri:

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 yurt dışındaki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, yurt dışında 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.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Ünvanı	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	0	-	85.000.000	15,32%
Sermaye		500.000.000	100,0%	555.000.000	100,0%

2.Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Halka Arz Gerekçeleri:

- Kaynak elde edilmesi,
- Kurumsallaşma,
- Şirket değerinin ortaya çıkması,
- Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması,
- Bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi,
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü şekilde uygulanması,
- Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:

Şirket'in sermaye artırımı yoluyla gerçekleştirecek halka arzdan 2.397.400.000 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir. Halka arz eden ortakların ise halka arzdan 1.325.400.000 TL net gelir elde etmesi beklenmektedir.

Halka arza ilişkin Şirket'in katlanacağı toplam maliyetin 115.000.000 TL, pay başına maliyetin ise Şirket için 2,09 TL ve Halka Arz Eden Pay Sahipleri için 1,50 TL olacağı tahmin edilmektedir. Halka arz eden pay sahiplerinin katlanacağı toplam maliyetin ise 45.000.000 TL olması beklenmektedir. Şirket'in sermaye artırımı dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarda kullanılması planlanmaktadır.

- %75'inin güneş ve rüzgar santralleri ile müstakil elektrik depolama tesisleri başta olmak üzere her türlü yenilenebilir enerji yatırımları,
- %25'inin yurtiçinde ve yurtdışında yer alan mühendislik ve proje geliştirme faaliyetleri için işletme sermayesinin güçlendirilmesi.
- İhtiyaç duyulması halinde, Şirket menfaatleri ve piyasa koşulları doğrultusunda fon kullanım alanları arasında her bir kullanım kalemi için %10'a kadar geçiş yapılabilir.

3.Özet Finansallar

(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
Brüt Kar	988.048.965	2.221.562.942	1.692.951.921	139.339.306	291.661.558
Esas Faaliyet Karı (Zararı)	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Vergi Öncesi Karı	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

(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
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	20.681.513	205.780.288	1.246.051.630	1.742.341.060
Duran varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
Ticari Alacaklar	288.220.114	296.498.355	196.860.277	200.233.580
Toplam Dönen Varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Maddi Duran Varlıklar	1.557.834.778	2.339.847.784	4.507.892.995	4.847.386.521
Toplam Duran Varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
Aktifler	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
Müşteri sözleşmelerinden doğan yükümlülükler	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
Diğer borçlar	46.270.286	29.441.287	153.695.908	149.371.533
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	200.644.854	476.034.548	764.251.562	872.263.762
Uzun vadeli borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
Toplam 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
Pasifler	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041

4.Değerleme

Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (INA)
- Piyasa Çarpanları Analizi

INA Analizi Sonuçları

Detaylar projeksiyonlarda açıklandığı üzere 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 2 farklı %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 24,5 MWp güce sahip 2 lisanslı santral,
- Şirket'in 7 farklı bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,4 MWp güce sahip 10 lisanssız 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 Nisan 2027 itibarıyla 65,1 MWp 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.

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\$	11,0
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	ABD\$/TRY	46,46
Şirket Değeri	mn TL	29.482

Çarpan Analizi Sonuçları:

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt İçi	60,00%	9,6x	22.517
Yurt Dışı	40,00%	16,4x	35.271
FD/FAVÖK	100,00%		27.619

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVÖK	100,00%	27.619
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	100,00%	27.619

Kaynak: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler

Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi eşit ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere **%20** halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için pay başı **45,68 TL** değer tespit edilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri - Milyon TL	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29.482	50,00%	58,96
Çarpan Analizi	27.619	50,00%	55,24
FD/FAVÖK	27.619	100,00%	55,24
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	28.551	100,00%	57,1
Halka Arz İskontosu	20,00%		
Halka Arz Şirket Değeri	22.840		45,68

5.Halka Arz Hakkında Nihai Değerlendirme

- Fiyat Tespit Raporu'nda Masfen Enerji hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.
- Masfen Enerji için yapılan değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. Kullanılan değerleme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Kullanılan yöntemler içerisinde İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi çıktısına eşit ağırlık verilmesini ihtiyatlı buluyoruz.

Kullanılan değerleme yöntemleri sonrasında pay başına değerden %20 iskonto oranı uygulanarak 45,68 TL pay başına fiyat hesaplanmıştır.

YASAL UYARI

Burada yer alan bilgiler Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan Gedik Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.