



MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DENETİMDEN SORUMLU KOMİTE TARAFINDAN HAZIRLANAN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

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

22 Kasım 2024

I. Genel Bilgiler

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. ('Mogan Enerji' veya 'Şirket') iletişim bilgileri ile gerekli sicil kayıtlarına yönelik ayrıntılar aşağıdaki gibidir:

Unvanı	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.
Vergi Dairesi	Kurumlar Vergi Dairesi
Vergi Numarası	6220030703
Ticaret Sicil Numarası	43044
Merkez Adresi	Gaziosmanpaşa Mah. Ankara Cad. No:222 Gölbaşı/ANKARA
Telefon Numarası	0.312.4840570
Faks Numarası	0.312.4842677
E-Mail	info@mogan.com.tr
Web	www.mogan.com.tr

Faaliyet Alanı

Şirket'in faaliyet konusu, yasal mevzuat uyarınca; en kapsamlı şekliyle, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla elektrik enerjisi üretimi ve ticareti alanında faaliyet göstermektedir. Şirket bu doğrultuda, GÜRİŞ Grubu içerisinde elektrik üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayan 'Holding' statüsünde bir çatı şirketi haline gelmiştir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, Şirket'in bağlı ortaklığı olarak her biri enerji sektöründeki yatırımları için kurulan toplam 12 adet SPV (özel amaçlı kuruluş) bulunmaktadır. Arnavutluk'taki rüzgar enerji santrali yatırımı için kurulan GMB Renewable Energy Investments Shpk ile birlikte bağlı ortaklığı ve iştiraki olduğu SPV.lerin sayısı 13 adete çıkmış olup, Arnavutluk'taki rüzgar santrali projesi henüz yatırım aşamasındadır.

Şirket'in enerji portföyünün tamamı yenilenebilir enerji kaynakları kullanarak elektrik üreten santrallerden oluşmakta olup enerji santrallerinin tamamı ilgili SPV'ler üzerine kayıtlıdır.

II. Raporun Konusu ve Gerekçe

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

III. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum liderlerinden biri olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.(TSKB) tarafından 08.12.2023 tarihinde hazırlanan ve 23.02.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değer tespitinde aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50
- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi – %50
 - FD/FAVÖK

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şirket'in geçmiş dönem verilerini de içerecek şekilde paylaştığı olduğu gelir tablosu ve bilançosuna ilişkin, Şirket'in sahip olduğu 12 adet SPV içerisinde bulunan santrallerin lisans süreleri de göz önünde bulundurularak SPV bazında indirgenmiş nakit akımları Şirket'in SPV'lerdeki ortaklık payı uyarınca hesaplamalara dahil edilerek değerlendirilmiştir.

Şirket'in iştirak gösterdiği 12 adet SPV için nakit akışı oluşturulmuş olup, her bir SPV firma değeri hesaplaması yapılmıştır. SPV'lerin her biri için gerçekleşmiş net finansal borç tutarları firma değerinden çıkarılmış olup, Şirket'in iştirak ettiği oran ile çarpılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı analizinden elde edilen özsermaye değeri hesabına ilişkin özet tablo:

İNA Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (Bin USD)	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibarıyla Özsermaye Değeri (Bin USD)
Ayvacak Elektrik Üretim A.Ş.	16.052,47	%80,00	12.841,98
Belen Elektrik Üretim A.Ş.	54.328,00	%85,00	46.178,80
Çermikler Elektrik Üretim A.Ş.	26.378,68	%80,00	21.102,94
Derne Temiz Enerji Üretim A.Ş.	183.329,17	%80,00	146.663,33
Eolos Rüzgâr Enerjisi Üretim A.Ş.	34.005,43	%85,00	28.904,62
Espiye Elektrik Üretim A.Ş.	15.669,73	%80,00	12.535,79
Gimak Enerji Üretim Ltd. Şti.	15.602,67	%85,00	13.262,27
Gürmat Elektrik Üretim A.Ş.	631.911,27	%90,00	568.720,14
İzdem Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	70.205,44	%75,00	52.654,08
Olgu Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	150.618,11	%85,00	128.025,39
Pokut Elektrik Üretim A.Ş.	16.563,36	%80,00	13.250,68
Ulu Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	55.152,98	%80,00	44.122,38
Toplam			1.088.262,40
Taksitlendirilmiş Vergi Borçları*			40.771,99
Toplam Özsermaye Değeri			1.047.490,41

*30.09.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan taksitlendirilmiş vergi borçları Net Finansal Borç olarak ele alınmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin yenilenebilir enerji üretim faaliyetlerinde yer almasına dikkat edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında Pazar Yaklaşımı metodolojisi içinde doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen Firma Değeri /FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Firma Değeri/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandırıldığı, halka açık şirket yatırımcıları tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için, bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

Şirket'in değerlendirme çalışması kapsamında, 2023 yılı 9 aylık dönem itibarıyla son on iki ay FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 15,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Şirket FAVÖK'ü, 12 adet SPV ve çatı şirketin FAVÖK'lerinin iştirak ettiği oranların toplanması suretiyle hesaplanmıştır.

Şirket net finansal borcu 12 adet SPV ve çatı şirketin net finansal borçlarını iştirak ettiği oranların toplanması suretiyle hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

Yurt içi benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değerleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK çarpan değerleri Medyan 8,43x olarak belirlenmiştir.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Yurt dışı benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değerleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK çarpan değerleri Medyan 10,68x olarak belirlenmiştir.

Firma Değeri / FAVÖK Çarpan Analizi

Yapılan gruplandırma Şirket'in yurt içi benzer şirket çarpanları için %75 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları için %25 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamaları yansıtılmıştır.

Şirket Grupları	FD/FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler (%75)	8,43x
Yurt Dışı Benzer Şirketler (%25)	10,68x
Grupların Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri*	8,99x

*Son 12 aylık finansallar hesaplamada kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Finnet

Özet Piyasa Çarpanları Tablosu

Piyasa analizi kapsamında Yurt İçi Benzer Şirketler çarpanına %75, Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına ise %25 ağırlık verilmiştir.

Yurt içi ve Yurt dışı olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2023 SOA ağırlıklandırılmış çarpanları ve özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket Çarpanları	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler	8,43x
Yurt Dışı Benzer Şirketler	10,68x
Yurt İçi Ağırlık	%75
Yurt Dışı Ağırlık	%25
Ağırlıklandırılmış Çarpan	8,99x

Firma Değeri (Bin USD)	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler	1.961.842
Yurt Dışı Benzer Şirketler	2.484.010
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	2.092.384

*Son 12 aylık FAVÖK tutarı kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi Değerleme Sonucu

Halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

(Bin USD)	FD/FAVÖK 2023 SOA
Firma Değeri	2.092.384
Net Borç	951.675
Özsermaye Değeri	1.140.709

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa çarpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme çalışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.047.490	%50,00	523.745
Piyasa Çarpanları Analizi*	1.140.709	%50,00	570.354
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.094.100

* FD/FAVÖK SOA çarpanları ile ortaya çıkan değerlerin ortalamasıdır.

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Değerleme çalışması kapsamında hesaplanan özsermaye değerinin halka arz öncesi ödenmiş sermayesi olan 2.230.000.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **14,17 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%20,0** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **11,33 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	1.094.100
07.11.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru (TL)	28,8740
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin TL)	31.591.031
Ödenmiş Sermaye (TL)	2.230.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	14,17
Halka Arz İskontosu (TL)	%20,0
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	11,33

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

IV. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Üretim , Gelir ve FAVÖK

Fiyat Tespit Raporunda yer alan projeksiyonlar yıllık dönemler itibarıyla yapılmış olup, ara dönemler için bir tahmin yapılmamıştır. Bu sebeple raporda yer alan yıllık tahminlerin mevsimsellik özelliği gözardı edilerek ¼'ü alınıp, 2024 yılı ilk 9 ayı tahmini ve gerçekleşen verileri aşağıda yer verilen tablolardaki (Tablo I ve Tablo II) gibi hesaplanmıştır.

TABLO I

ELEKTRİK ÜRETİM MİKTARI	2024 Yılı Tahmini	9A 2024 Tahmini	9A 2024 Fiili	Gerçekleşme (%)
RES	1.730.700	1.298.025	1.265.852	98
JES	1.854.000	1.390.500	1.262.942	91
HES	166.000	124.500	130.258	105
GES	13.000	9.750	0	0
Toplam Elektrik Üretimi (MWh)	3.763.700	2.822.775	2.659.052	94

Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in, 2024 yılına ilişkin USD bazında verilen tahmini konsolide satışlar ve FAVÖK rakamları (Mogan Enerji solo hariç), gerçekleşme verileri ile birlikte aşağıdaki tabloda verilmiştir. 2024 yılı ilk 9 ayına ait gerçekleşen ortalama Amerikan Dolar Kuru bilgisi tablonun altındaki dipnotta belirtilmiştir.

TABLO II

	2024 Tahmini (USD)	9A 2024 Tahmini (USD)	9A 2024 Fiili (TL)	9A 2024 Fiili (USD)	Gerçekleşme (%)
Satışlar	386.486.000	289.864.500	9.197.710.742	285.643.191	98,54
FAVÖK	290.627.000	217.970.250	5.011.260.255	155.629.200	71,40

* 2024 yılı ilk 9 ay ortalama USD/TL kur: 32,20

** Yukarıdaki tabloda gösterilmiş 2024 yılı ilk 9 aya ait fiili gelir tablosu kalemleri Şirketimizin bağımsız denetimden geçmemiş TMS-29'a göre hazırlanmış (enflasyon etkisine göre düzeltilmiş) 2024 yılı 01.01.2024-30.09.2024 dönemine ait konsolide finansal tablolarından alınmıştır.

V. Sonuç

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan projeksiyonlar USD cinsinden yapılmıştır. 2024 yılı ilk 9 ayına ait gerçekleşen ortalama Amerikan Doları Kuru: 32,20 olduğundan, ilgili döneme ait TL gerçekleştirmeler bu kur ile Amerikan Dolarına çevrilmiştir.

Şirket'in üretim santrallerinde yıllık bazda oluşan gelir ve karlılık rakamlarını;

- Elektrik arz ve talebi ile birlikte birçok değişkene bağlı şekilde dönemsel olarak farklılık sergileyen ortalama elektrik spot fiyatları
- Meteorolojik koşullar, üretim planlamaları ve periyodik bakım dönemlerine göre yıllık bazda değişiklik gösterebilecek üretim miktarları
- Dönemsel tahsilata konu olan ana gider kalemlerinin varlığı doğrudan etkilemektedir.

Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi, büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi bakımından, Şirket'in kontrolü dışında değişen meteorolojik koşullara bağlı olarak beklenen üretim hedeflerinde değişiklikler olabilmektedir. Yukarıda elektrik üretim miktarlarının belirtildiği tabloda da görüldüğü üzere, Şirket'in, 2024 yılı ilk 9 ayında, HES'lerinde üretilen elektrik miktarı, Fiyat Tespit Raporu'nda aynı dönem için varsayılan beklenti rakamlarının üzerinde gerçekleşmiştir. RES'ler ve JES'lerdeki sırasıyla %2 ve %9 oranındaki sapmada

meteorolojik koşullar etkili olmuştur. RES'ler için rüzgar hızındaki azalış ve JES'ler için özellikle yaz aylarında üretim performansında eksi yönde etkili olan nem ve hava sıcaklığındaki artış üretim tahminlerinde değişikliklere sebep olabilmektedir. 2024 yılı ilk 9 ay itibarıyla henüz bir üretim gerçekleşmesi bulunmayan GES (Hibrit) yatırımının inşaat ve montaj işleri devam etmekte olup, projenin 2025 yılı ilk çeyreğinde tamamlanması hedeflenmektedir. Böylelikle söz konusu santralin, 2025 yılından itibaren, Şirket'in ciro ve faaliyet karına olumlu yönde katkı sağlaması öngörülmektedir.

Şirket'in 2024 yılı ilk 9 ayında gerçekleştirdiği elektrik üretim miktarı 2.659.052 MWh'tir. Fiyat Tespit Raporunda 2024 yılı ilk 9 ay için elektrik üretim miktarı 2.822.775 MWh olarak tahmin edilmiştir. 2024 yılı ilk 9 ayın üretim miktarına göre gerçekleşme oranı yaklaşık %94'dür.

Şirketimiz (Mogan Enerji solo dahil), 2024 yılı ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış olarak 293.074.037 USD hasılat gerçekleştirmiş olup, Şirket'in SPV'leri üzerinden elde ettiği gelir ise 285.643.191 USD olarak gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 12 adet SPV'nin 2024 yılı ilk 9 ay satış tutarı 289.864.500 USD olarak tahmin edilmiştir. 2024 yılı ilk 9 aylık satış tahminine göre gerçekleşme oranı yaklaşık %99'dur. Buna göre Şirket'in ilk 9 ay dönemindeki gelirleri, raporda yer alan tahminin yaklaşık %1 altında gerçekleşmiştir.

Şirketimizin (Mogan Enerji solo dahil), 2024 yılı ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış FAVÖK rakamı 157.017.409 USD'dir. Şirketimiz 2024 yılı ilk 9 ay gerçekleştirmeleri incelendiğinde SPV'lere ait FAVÖK rakamının 155.629.200 USD olduğu tespit edilmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 12 adet SPV'nin 2024 yılı ilk 9 aylık FAVÖK tutarı 217.970.250 USD tahmin edilmiştir. 2024 yılı ilk 9 aylık FAVÖK tahminine göre gerçekleşme oranı yaklaşık %71'dir. Buna göre Şirket'in ilk 9 ay dönemindeki FAVÖK'ü, raporda yer alan tahminin yaklaşık %29 altında gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2024 yılı ilk 9 ay döneminde yukarıda belirtilen gelir ve FAVÖK rakamındaki sapmanın gerekçeleri aşağıda özetlenmiştir:

- Şirket'in 2024 yılı ilk 9 ayında ürettiği elektriğin %71,43'ü USD bazlı YEKDEM kapsamında %28,57'si ise spot piyasada satılmıştır (2023 yılı ilk 9 ayda sırasıyla; %83,97, %16,03). Öte yandan 2024 ilk 9 ayda spot piyasadaki elektrik satış fiyatı (67,44 USD/MWh) bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %35 oranında (2023 ilk 9 ay; 103,83 USD/MWh) düşüş göstermiştir ve Fiyat Tespit Raporunda kullanılan YEKDEM haricindeki santrallerin 2024 yılı ortalama elektrik fiyat beklentisinin (93,81 USD/MWh) altında kalmıştır. 2024 ilk 9 ay döneminde Şirket, toplam elektrik üretiminin yaklaşık %29'unu spot piyasada satmıştır. Yukarıda değinilen spot piyasadaki elektrik fiyatlarındaki düşüş, 2024 ilk 9 ay'daki ciro ve faaliyet karlılığı gerçekleştirmelerinin tahminlerin altında kalmasında etkili olmuştur.
- 2024 ilk 9 ayında, Şirket'in gelir ve nakit akışı büyük oranda YEKDEM kapsamında döviz cinsinden elde edilmiştir. TL bazlı raporlanan gelirler ilgili dönemdeki USD/TL kurundaki dalgalanmalardan etkilenmiştir. Diğer yandan Şirket'in TL bazlı ana gider kalemleri ve dolayısıyla FAVÖK'ü ülkemizde yaşanan yüksek enflasyondan etkilenmiştir.

Şirketimiz, dengeli ve çeşitlendirilmiş üretim portföyü sayesinde düzenli nakit akışı ve yüksek FAVÖK yaratma kapasitesine sahiptir. Şirket, faaliyetlerinden sağladığı nakit sayesinde vadesi gelen yükümlülüklerini uygun şekilde yerine getirmektedir. Şirket'in önümüzdeki dönemde de faaliyetlerinden nakit yaratma kapasitesini devam ettirmesi öngörülmektedir.

Saygılarımızla,

MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

Virma SÖKMEN
Denetimden Sorumlu
Komite Üyesi

Eşref AYAŞ
Denetimden Sorumlu
Komite Başkanı