



MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

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

**SERMAYE PİYASASI KURULU’NUN VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞİ’NİN
29/5 MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.**

24 Kasım 2025

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) bulunmakta iken 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 değerin 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 değerlendirme çalışması yapılmıştır.

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 arpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK arpanı hesabında 5,00x ve altında, 15,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri “uç değ er” olarak kabul edilmiş ve değ erleme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Değ erleme alışmasında Kullanılan Finansal Veriler

şirket FAVÖK’ , 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 arpanları

Yurt içi benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değ erleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK arpan değ erleri Medyan 8,43x olarak belirlenmiştir.

Yurtdışı Benzer şirket arpanları

Yurt dışı benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değ erleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK arpan değ erleri Medyan 10,68x olarak belirlenmiştir.

Firma Değ eri / FAVÖK arpan Analizi

Yapılan gruplandırma şirket’in yurt içi benzer şirket arpanları için %75 ve yurt dışı benzer şirket arpanları 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 arpan Değ�eri*	8,99x

*Son 12 aylık finansallar hesaplamada kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Finnet

Özet Piyasa arpanları Tablosu

Piyasa analizi kapsamında Yurt İçi Benzer şirketler arpanına %75, Yurt Dışı Benzer şirketler arpanına ise %25 ağırlık verilmiştir.

Yurt içi ve Yurt dışı olarak nitelendirilmiş, ilgili  lke borsalarında işlem g ren benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2023 SOA ağırlıklandırılmış arpanları ve  zsermaye değ erleri aşağıdaki tabloda g sterilmiştir:

şirket arpanları	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer şirketler	8,43x
Yurt Dışı Benzer şirketler	10,68x

Yurt İçi Ağırlık	%75
Yurt Dışı Ağırlık	%25
Ağırlıklandırılmış arpan	8,99x

Firma Değ�eri (Bin USD)	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer şirketler	1.961.842
Yurt Dışı Benzer şirketler	2.484.010
Ağırlıklandırılmış Firma Değ�eri	2.092.384

*Son 12 aylık FAVÖK tutarı kullanılmıştır.

Piyasa arpanları 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
zsermaye Değeri	1.140.709

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Değerleme Sonucu

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

Değerleme alışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme zeti (Bin USD)	z Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.047.490	%50,00	523.745
Piyasa arpanları Analizi*	1.140.709	%50,00	570.354
Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri			1.094.100

* FD/FAVÖK SOA arpanları ile ortaya çıkan değerlerin ortalamasıdır.

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Değerleme alışması kapsamında hesaplanan zsermaye değerinin halka arz öncesi denmiş 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 z Sermaye Değeri (Bin USD)	1.094.100
07.11.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru (TL)	28,8740
Ağırlıklandırılmış z 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, 2025 yılı ilk 9 ayı tahmini ve gerçekleşen verileri aşağıda yer verilen tablolardaki (Tablo I ve Tablo II) gibi hesaplanmıştır.

TABLO I

ELEKTRİK ÜRETİM MİKTARI	2025 Yılı Tahmini	9A 2025 Tahmini	9A 2025 Fiili	Gerçekleşme (%)
RES	1.730.700	1.298.025	1.304.257	100
JES	1.970.000	1.477.500	1.236.748	84
HES	166.000	124.500	121.961	98
GES	52.000	39.000	47.438	122
Toplam Elektrik Üretimi (MWh)	3.918.700	2.939.025	2.710.404	92

Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in iştirak gösterdiği 12 adet SPV için (Mogan Enerji solo hariç), 2025 yılına ilişkin USD bazında verilen tahmini konsolide satışlar ve FAVÖK rakamları, gerçekleşme verileri ile birlikte aşağıdaki tabloda verilmiştir. 2025 yılı ilk 9 ayına ait gerçekleşen ortalama Amerikan Dolar Kuru bilgisi tablonun altındaki dipnotta belirtilmiştir.

TABLO II

12 ADET SPV'ye ait	2025 Tahmini (USD)	9A 2025 TAHMİNİ (USD)	9A 2025 FİİLİ (TL)	9A 2025 FİİLİ (USD)	Gerçekleşme (%)
Satışlar	400.719.000	300.539.250	9.533.294.997	247.480.491	82
FAVÖK	300.541.000	225.405.750	4.845.600.544	125.789.835	56

* 2025 yılı ilk 9 aylık ortalama USD/TL kur: 38,5214

** Yukarıdaki tabloda gösterilmiş 2025 yılı ilk 9 aya ait fiili gelir tablosu kalemleri Şirketimizin bağımsız denetimden geçmemiş TMS-29'a göre hazırlanmış (enflasyon etkisine göre düzeltilmiş) 2025 yılı 01.01.2025-30.09.2025 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. 2025 yılının ilk 9 ayına ait gerçekleşen ortalama Amerikan Doları Kuru: 38,5214 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 2025 yılı ilk 9 ayında gerçekleştirdiği elektrik üretim miktarı 2.710.404 MWh'tir. Fiyat Tespit Raporunda 2025 yılı ilk 9 ay için elektrik üretim miktarı 2.939.025 MWh olarak tahmin edilmiştir. Buna göre Şirket'in, 2025 yılı ilk 9 ayında üretilen elektrik miktarı, Fiyat Tespit Raporunda aynı dönem için varsayılan beklenti rakamlarının %92'si oranında gerçekleşme sağlamıştır. Şirket'in, 2025 yılı ilk 9 ayında, RES ve (Hibrit) GES'lerinde üretilen elektrik miktarı, Fiyat Tespit Raporu'nda aynı dönem için varsayılan beklenti rakamlarının üzerinde gerçekleşmiştir. HES'ler ve JES'lerdeki sırasıyla %2 ve %16 oranındaki sapmada meteorolojik koşullar etkili olmuştur. JES'ler için özellikle sıcak havalarda üretim performansında eksi yönde etkili olan hava sıcaklığındaki artış ve HES'ler için yağışlardaki azalış üretim tahminlerinde değişikliklere sebep olabilmektedir.

Şirket'in SPV'leri (12 adet) üzerinden, 2025 yılı ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış olarak, elde ettiği gelir 247.480.491 USD olarak gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'nda 12 adet SPV'nin 2025 yılı ilk 9 aylık satış tutarı 300.539.250 USD olarak tahmin edilmiştir. 2025 yılı ilk 9 aylık satış tahminine göre gerçekleşme oranı yaklaşık %82'dir. Buna göre Şirket'in 2025 yılı ilk 9 ayındaki gelirleri, raporda yer alan tahminin yaklaşık %18 altında gerçekleşmiştir.

Şirket'in SPV'leri (12 adet) üzerinden, 2025 yılı ilk 9 ayında enflasyon muhasebesi uygulanmış FAVÖK rakamı 125.789.835 USD'dir. Fiyat Tespit Raporu'nda 12 adet SPV'nin 2025 yılı ilk 9 aylık FAVÖK tutarı 225.405.750 USD tahmin edilmiştir. 2025 yılı ilk 9 aylık FAVÖK tahminine göre gerçekleşme oranı yaklaşık %56'dir. Buna göre Şirket'in 2025 yılı ilk 9 ayındaki FAVÖK'ü, raporda yer alan tahminin yaklaşık %44 altında gerçekleşmiştir.

Şirket'in 2025 yılı ilk 9 aylık dönemde yukarıda belirtilen gelir ve FAVÖK rakamındaki sapmanın gerekçeleri aşağıda özetlenmiştir:

- Şirket'in 2025 yılı ilk 9 ayında ürettiği elektriğin %51,11'ini USD bazlı YEKDEM kapsamında %48,89'unu ise spot piyasada satılmıştır (2024 yılı ilk 9 ayı sırasıyla; %71,43, %28,57). Öte yandan 2025 ilk 9 ayında spot piyasadaki ortalama elektrik satış fiyatı (66,15 USD/MWs), Fiyat Tespit Raporunda kullanılan YEKDEM haricindeki santrallerin 2025 yılı ortalama elektrik fiyat beklentisinin (97,22 USD/MWs) altında kalmıştır. 2025 yılı ilk 9 ayında Şirket, toplam elektrik üretiminin yaklaşık %49'unu spot piyasada satmıştır. Yukarıda değinilen tahminde kullanılan fiyat beklentisi ve gerçekleşen spot piyasadaki elektrik fiyatlarındaki düşüş yönlü fark, 2025 yılı ilk 9 aylık dönemde, ciro ve faaliyet karlılığı gerçekleştirmelerinin tahminlerin altında kalmasında etkili olmuştur.
- 2025 yılı ilk 9 ayında, Şirket'in gelir ve nakit akışı yaklaşık %51 oranında 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. 32,4945 MW kapasiteli Hibrit GES projesinin yatırım sürecinin tamamlanıp 2025 yılının Ocak ayında işletmeye alınmasıyla Şirket'in toplam kurulu gücü 1.058,01 MW'a ulaşmıştır. Söz konusu artışın da ilave katkısıyla, 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