

Masfen Enerji AŞ

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler AŞ ("Alnus Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ'nin ("Deniz Yatırım") Masfen Enerji AŞ ("Masfen Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında 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 Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	22 – 23 – 24 Temmuz 2026
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Mevcut Ödenmiş Sermaye	500.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	55.000.000 TL nominal (Sermaye Artışı) 30.000.000 TL nominal (Ortak Satış)
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	555.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.882.800.000 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (68.000.000 Lot) (%80) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (8.500.000 Lot) (%10) Yüksek Talepli Yatırımcılar (8.500.000 Lot) (%10)
Halka Arz Fiyatı	45,68 TL
Halka Açıklık Oranı	%15,32
Borsa Kodu	MASFN
Taahhütler	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca Şirket paylarını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğini taahhüt etmiştir. Ortaklar ise Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihin birinci yıl dönümüne kadar, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu etmeyeceğini taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	29.000.000 TL nominal değerli B Grubu payın satışından elde edilecek fon (brüt halka arz gelirinin %34,1'), Deniz Yatırım tarafından fiyat istikrarını temin işlemlerinde kaynak olarak kullanılacaktır. Deniz Yatırım, fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılacak fonu öncelikli olarak Halka Arz Eden Pay Sahipleri'nin paylarının satışından elde edilen gelirden karşılayacak olup Halka Arz Eden Pay Sahiplerinin paylarının satışından elde edilen gelir tükenmedikçe Şirket'in elde edeceği halka arz geliri fiyat istikrarını sağlayıcı işlemlerde kullanılmayacaktır.

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Alnus Yatırım Menkul Değerler AŞ
 Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL
 T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89
 Zincirlikuyu V.D. : 6150025212
 Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Masfen Enerji AŞ

Şirket, GES'ler ile ilgili taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri ile iştigal etmekte ve ayrıca yenilenebilir enerji yatırımları gerçekleştirmektedir.

Bu faaliyetler kapsamında Şirket, 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'in işletmeye alınması sürecinde EPDK da dahil olmak üzere, yasal makamlardan gerekli izinlerin ve lisansların alınması gibi süreçlere ilişkin danışmanlık hizmetleri sağlamaktadır. Şirket yapmış olduğu GES yatırımları ile elektrik üretim ve ürettiği elektriğin satışı faaliyetlerinde de bulunmaktadır.

Yenilenebilir Enerji Üretimi

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.

İşbu İzahname tarihi itibarıyla:

- Şirket'in bizzat kendisi tarafından işletilen, 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) ve 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 toplam kurulu gücü, işbu İzahname tarihi itibarıyla 117,04 MWp/91,90 MWe'dir ve yıllık üretim kapasitesi ise 180.623,79 MWh'dir.

Şirket ve bağlı ortaklıkları: 2023 yılında 171.163,26 MWh, 2024 yılında 181,593,16 MWh ve 2025 yılında 183.368,81 MWh elektrik üretmiştir.

Şirket'in yurt içindeki lisanslı ve lisanssız GES'leri; Kütahya, Afyon, Kırıkkale, Yozgat, Sivas, Uşak, Muğla, Burdur, Konya, Kahramanmaraş ve Elâzığ olmak üzere toplam 11 ilde yer almaktadır. Şirket'in yurtdışındaki GES'leri ise Yunanistan'da yer almaktadır.

Şirket ve bağlı ortaklıkların sahip olduğu yurtiçindeki lisanssız GES'lerin tamamını ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 ABD Doları cent/kWh birim fiyattan satmaktadır. Şirket'in bağlı ortaklıklarının sahip oldukları lisanslı GES'ler Yerli Aksam Yönetmeliği kapsamında 1,155 ABD Doları cent/kWh yerli katkı ile ürettikleri elektriği 01.01.2027 tarihine dek 14,455 ABD Doları cent/kWh birim fiyatla satma hakkına sahiptir. Şirket'in Yunanistan'daki bağlı ortaklığına ait Santraller ise, ilgili ülkenin mevzuatındaki düzenlemelere istinaden: 20 yıl alımı garantisi altında, ürettikleri elektriği 6,887 Euro cent/kWh birim fiyattan satma hakkına sahiptir.

Şirket ve bağlı ortaklıklarının yurtiçinde sahip olduğu lisanslı ve lisanssız GES'lerin 31.03.2026 itibarıyla kalan YEKDEM süreleri ile yurtdışında sahip olduğu GES'lerin 31.03.2026 İtibarıyla ilgili ülkenin mevzuatı gereği mevcut birim fiyattan alım garantisi kapsamında kalan süresinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi 4,06 yıldır.

Masfen Enerji AŞ

Proje Geliştirme ve EPC Hizmetleri

Şirket, yenilenebilir enerji sektöründe özellikle GES tesislerinin kurulumunda hem yurt içinde hem yurt dışında özel ve kamu kurumlarına hizmet veren bir EPC firmasıdır. EPC, terim anlamına olarak, Mühendislik, Tedarik ve Kurulum gelen, İngilizce Engineering, Procurement ve Construction kelimelerinin kısaltmasıdır

Şirket, EPC firması olarak müşterilerine: proje geliştirme, fizibilite hazırlama, lisanslama, arazi edinimi, meteorolojik ölçümler, santral bileşenleri temini, anahtar teslimi, güneş enerjisi santrali kurulum hizmetleri, santral devreye alımı, iletim ve dağıtım şebekeleri, şalt sahaları ve enerji depolama sistemleri konusunda mühendislik, tedarik ve taahhüt hizmetleri, şebeke bağlantısı ve kabulü hizmetlerini sunmaktadır.

Şirket, sadece santral kurulum müteahhitlik hizmeti veren bir EPC şirketi olmayıp, aynı zamanda proje geliştirme, yasal süreçlerin takibi, finansman çözümleri ve tasarım mühendislik gibi geniş bir hizmet yelpazesi sunarak müşterilerine kapsamlı bir destek sağlamaktadır.

Şirket ilk EPC projesini 2015 yılının Aralık ayında tamamlamıştır. Şirket 31.03.2026 tarihine kadar yurtiçinde ve yurtdışında, Üretim Şirketlerince işletilen GES'ler de dahil olmak üzere, toplam 611,09 MWp büyüklüğünde GES tesisinin revizyonunu tamamlamıştır. Şirket'in 31.03.2026 tarihinden işbu izahname tarihine kadar kurulumu tamamladığı ve kurulumuna devam ettiği GES projelerinin toplam büyüklüğü 388,67 MWp. BESS projelerinin toplamı büyüklüğü 330,00 MWh: RES (ENH, şalt sahaları ve enerji depolama sistemleri kurulumu) projelerinin büyüklüğü ise 108,00 MWp olup toplam proje büyüklüğü 826,67 MWp/MWh'dir.

Şirket EPC hizmetleri kapsamında, GES tesislerine bakım, onarım, izleme ve işletme hizmetleri de sunmaktadır. Şirket'in gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında kendi yatırımı olan 117,04 MWp GES'in bakım onarım ve sürekli izleme işlemleri ile EPC hizmeti verdiği müşterilerinin bakım ve onarım hizmetleri, Şirket'in kendi uzman personeli tarafından yürütülmektedir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz'dan Öncesi			Halka Arz'dan Sonra	
	Grubu	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	555.000.000	100

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Halka Arz İzahnamesi

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, halka arzdan elde edilecek fonun;

- %75'inin güneş ve rüzgar santralleri ile müstakil elektrik depolama tesisleri başta olmak üzere her türlü yenilenebilir enerji yatırımlarında,
- %25'inin yurtiçi ve yurtdışında yer alan mühendislik ve proje geliştirme faaliyetleri için işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanılmasını amaçlamaktadır.

Şirket, halka arz gelirlerinin fon kullanım yeri raporu çerçevesinde kullanılmasına kadar geçecek olan sürede Türk Lirası veya yabancı para cinsinden vadeli mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları suretiyle ve/veya fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette nemalandıracaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	1.814.904.517	3.225.024.401	6.274.877.651	6.987.497.276
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.280.921.620	2.443.357.780	4.407.859.211	4.575.349.543
Finansal Yatırımlar	30.547.932	97.707.556	73.413.236	1.243
Ticari Alacaklar	288.220.114	296.498.355	196.860.277	200.233.580
- İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	49.930.073	32.361.772	32.525.585	30.336.477
- İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	238.290.041	264.136.583	164.334.692	169.897.103
Diğer Alacaklar	51.481.024	12.774.221	29.533.627	12.887.327
- İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	1.168.445	29.834
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	51.481.024	12.774.221	28.365.182	12.857.493
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Varlıklar	20.681.513	205.780.288	1.246.051.630	1.742.341.060
Stoklar	93.902.059	57.801.621	60.586.862	54.437.566
Peşin Ödenmiş Giderler	25.956.692	65.634.588	193.561.748	296.753.255
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	25.956.692	65.634.588	193.561.748	296.753.255
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	8.236.190	3.385.004	5.871.360	9.008.457
Diğer Dönen Varlıklar	14.957.373	42.084.988	61.139.700	96.485.245
Duran Varlıklar	3.057.495.039	4.085.890.414	5.156.480.132	5.410.397.765
Diğer Alacaklar	1.353.863	3.008.880	22.364.470	23.303.379
- İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	1.353.863	3.008.880	22.364.470	23.303.379
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	81.500.010	554.164.995	665.610.991	689.696.566
Maddi Duran Varlıklar	2.937.691.809	3.410.509.788	4.198.308.261	4.331.127.301
Kullanım Hakkı Varlıkları	36.949.357	41.297.355	49.289.008	137.884.253
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	76.909.396	220.074.696	228.038.245
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	832.706	348.021
- İlişkili Olmayan Taraflara Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	832.706	348.021
Toplam Varlıklar	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041
Kaynaklar				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.600.151.815	1.095.045.739	1.681.015.461	1.792.686.473
Kısa Vadeli Borçlanmalar	147.842.968	4.666.243	57.694.177	44.825.766
- İlişkili Olmayan Taraflardan Kısa Vadeli Borçlanmalar	147.842.968	4.666.243	57.694.177	44.825.766
-Banka Kredileri	142.133.282	-	27.657.199	28.011.187
- Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	5.709.686	4.666.243	30.036.978	16.814.579
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	269.695.567	205.238.171	191.436.987	148.436.834
- Banka Kredileri	268.886.723	204.268.456	186.629.828	137.794.751
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	808.844	969.715	4.807.159	10.642.083
Ticari Borçlar	169.998.572	251.857.967	155.549.514	102.926.919
- İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	-	-	91.011.905

- İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	78.986.667	251.857.967	155.549.514	102.926.919
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.449.215	1.758.652	2.817.190	4.978.578
Diğer Borçlar	46.270.286	29.441.287	153.549.514	102.926.919
- İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	35.382.479	6.425.037	8.383.447	8.640.991
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	10.887.807	23.016.250	145.312.461	140.730.542
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
- Mal ve Hizmet Satışlarından Doğan Sözleşme Yükümlülükleri	943.699.409	451.065.706	1.087.968.006	1.297.209.557
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	20.393.872	149.169.166	28.832.757	41.193.141
Kısa Vadeli Karşılıklar	801.926	1.848.547	3.020.922	3.744.145
- Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	801.926	1.848.547	3.020.922	3.744.145
Uzun Vadeli Yükümlülükler	699.773.097	703.063.349	1.114.410.016	1.307.669.961
Uzun Vadeli Borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
- İlişkili Olmayan Taraflardan Uzun Vadeli Borçlanmalar	497.689.804	224.007.220	345.514.751	429.521.896
- Banka Kredileri	485.535.684	210.627.484	326.797.350	322.309.160
- Kiralama İşlemlerinden Borçlar	12.154.120	13.379.736	18.717.401	107.212.736
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	1.438.439	3.021.581	4.643.703	5.884.303
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	200.644.854	476.034.548	764.251.562	872.263.762
Toplam Yükümlülükler	2.299.924.912	1.798.109.088	2.795.425.477	3.100.356.434
Özkaynaklar	2.572.474.644	5.512.805.727	8.635.932.306	9.297.538.607

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

3.2. Gelir Tablosu

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
Genel Yönetim Giderleri	(30.464.471)	(54.659.168)	(66.633.984)	(12.553.672)	(24.436.334)
Pazarlama Giderleri	(654.643)	-	(2.320.199)	(1.445.986)	(691.857)
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 Kar/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 Faaliyetlerinin Giderler	(99.097.064)	(218.345.130)	(597.305.271)	(177.713.284)	(147.137.176)
Finansman Gelir Giderleri Öncesi Faaliyet Kar/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)
Vergi Öncesi Kar/Zarar	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
Vergi Geliri/Gideri	(238.647.844)	(574.904.166)	(539.825.318)	(86.686.375)	(173.889.349)
Net Dönem Karı/Zararı	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu

4. DEĞERLEME

Şirket için değer tespiti çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan İNA ve Çarpan Analizi olmak üzere iki yöntemle göre değer tespiti yapılmıştır. Her iki yöntemin eşit ağırlıklandırılması sonucunda Halka Arz Öncesi Özsermaye Değeri 28.551 milyon TL olarak

Masfen Enerji AŞ

hesaplanmaktadır. Söz konusu Halka Arz Öncesi Özsermaye Değerine %20,0 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 22.840 Milyon TL düzeyinde Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerine ulaşılmakta olup, 31.03.2026 itibarıyla 500.000.000 TL seviyesindeki ödenmiş sermayeye göre Halka Arz İskontolu Birim Hisse Fiyatı 45,68 TL olarak tespit edilmektedir.

4.1. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da ve yurt dışı piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK çarpanı incelenmiştir. 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 düşünülmüşü nedenleriyle emsal şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları rapor tarihi itibarıyla hesaplanmış, medyan değerleri kullanılmıştır. FD/FAVÖK medyan çarpan değeri hesaplamasında; kapanış tarihinde söz konusu şirketlerden FAVÖK tutarı negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 30,0'dan büyük olan çarpanlar değerlendirme dışı bırakılarak medyan değer hesaplanmıştır.

Masfen Enerji'nin 31.03.2026 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerlendirme 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)

Çarpan Analizi Özeti – Milyon TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi	%60	22.517
Yurt Dışı	%40	35.271
FD/FAVÖK	%100	27.619

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Fiyat Tespit Raporu

4.2. İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

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 santrale
 - Şirket'in Romanya'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilecek ve 2027 Nisan itibarıyla 65,1 kurulu güce sahip olması planlanan 11 santrale

Masfen Enerji AŞ

İlişkin 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.

Değerleme Yöntemi İNA (Milyon Dolar)	Şirket Değeri
EPC Türkiye	277,1
EPC Yurt dışı	85,8
GES Türkiye	121,6
GES Yunanistan	11,0
GES Romanya	38,2
Firma Değeri	533,7
Net Borç (Nakit)	(100,9)
Şirket Değeri	634,6
Değerleme Tarihi – USD/TRY	46,46
Şirket Değeri (Milyon TL)	29.482

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Fiyat Tespit Raporu

5. DEĞERLEME SONUCU

Değerleme çalışması kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50,0 ve Çarpan Analizi'ne %50,0 ağırlık verilerek Masfen Enerji'nin Şirket Değeri 28.551 milyon TL ve Birim Pay Değeri 57,10 TL olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20,0 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz Şirket Değeri 22.840 milyon TL ve Halka Arz Birim Pay Değeri 45,68 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlık	Birim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29.482	%50	58,96
Çarpan Analizi	27.619	%50	55,24
FD/FAVÖK	27.619	%100	55,24
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	28.551	%100	57,10
Halka Arz İskontosu	%20,00		
Halka Arz Şirket Değeri	22.840		45,68

Kaynak: Masfen Enerji AŞ Fiyat Tespit Raporu

6. GÖRÜŞ

- Deniz Yatırım Menkul Kıymetler AŞ tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Piyasa çarpanları analizi kapsamında Şirket'in iş modeli ve faaliyet gösterdiği sektör göz önünde bulundurularak FD/FAVÖK çarpanına yer verilmemesini makul bulmaktayız.
- İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa çarpanları analizlerine şirket değeri hesaplamasında eşit ağırlık verilmesinin uygun olduğunu düşünüyoruz.

Özetle; %20,00'lik iskonto oranı da göz önüne alındığında 45,68 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.