

İşbu rapor, Trive 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. ("Deniz Yatırım")'nin Masfen Enerji Anonim Şirketi için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Bu raporda bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri

İhraççı	Masfen Enerji Anonim Şirketi
Borsa Kodu	MASFN
Halka Arz Fiyatı	45,68 TL
Halka Arz İskontosu	%20,00
Talep Toplama Tarihi	22 – 24 Temmuz 2026
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Satış ve Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı Grubuna Eşit Dağıtım Yöntemi, Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılara Oransal Dağıtım Yöntemi ve Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı için Konsorsiyum Liderleri'nin Önerisi Dikkate Alınarak Şirket ve Halka Arz Eden Pay Sahipleri Tarafından Karar Verilecektir
Konsorsiyum Liderleri	Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	500.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	555.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Şekli (Nominal)	Halka arz kapsamında; 55.000.000 TL nominal değerli pay sermaye artırımı, 30.000.000 TL nominal değerli pay ise ortak satışı yoluyla toplam 85.000.000 TL nominal değerli paylar yatırımcılara sunulmaktadır.
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Büyüklüğü	3.882.800.000 TL
Halka Açıklık Oranı	15,32%
Taahhütler	a) İhraççı tarafından verilen taahhüt: İhraççı, 02.03.2026 tarihli ve 2026/4 numaralı yönetim kurulu kararına istinaden vermiş olduğu 02.03.2026 tarihli taahhüdü ile; Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 (bir) yıl boyunca , Şirket paylarını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde (bedelli ve bedelsiz sermaye artırımları dahil) satışa veya halka arza konu etmeyeceğini, bu doğrultuda bir karar almayacağını ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama

	yapmayacağını taahhüt etmiştir. (Şüpheye mahal vermemek adına, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren gerçekleştirilebilecek olan fiyat istikrarı işlemleri neticesinde halka arz edilen paylardan edinilebilecek paylar hariçtir.) b) Ortaklar tarafından verilen taahhüt: Halka Arz Eden Pay Sahipleri Mehmet Songur ve Kemal Onur Karakuş’tan her biri, ayrı ayrı vermiş oldukları 02.03.2026 tarihli taahhütleri ile Şirket sermayesinde sahip oldukları payları (halka arz edilen kısım hariç), izahnamenin onay tarihinden itibaren 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 ve/veya Borsa İstanbul’a veya SPK’ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapmayacağını ve ayrıca paylarını halka arz fiyatından bağımsız olarak, Borsa İstanbul’da veya Borsa İstanbul’da özel emir ile ve/veya toptan satış işlemlerine konu etmeyeceğini (Şüpheye mahal vermemek adına, payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren gerçekleştirilebilecek olan fiyat istikrarı işlemleri neticesinde halka arz edilen paylardan edinilebilecek paylar hariçtir.) taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Fiyat istikrarı işlemleri Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün
Tahsisat	- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %80 (68.000.000 TL nominal) Azami 10.000 Adet - Yurt İçi Yüksek Başvurulu Yatırımcılar: %10 (8.500.000 TL nominal) Asgari 10.001 Adet - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %10 (8.500.000 TL nominal)
Fon Kullanım Yeri	- %75, Güneş ve Rüzgâr Santralleri ile Müstakil Elektrik Depolama Tesisleri Başta Olmak Üzere Her Türlü Yenilenebilir Enerji Yatırımları - %25, Yurtiçi ve Yurtdışında Yer Alan Mühendislik ve Proje Geliştirme Faaliyetleri İçin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi

Şirket Faaliyetleri Hakkında Özet Bilgi

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 gerçekleştirmekte,

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

Bu kapsamda Şirket:

1- 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.

2- 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 Üretimi Faaliyetleri:

İşbu rapor tarihi itibarıyla:

- 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) ve 10 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.
- Şirket'in yurtdışındaki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, yurtdışında 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

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	60	69,92	58,07
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	10	11,42	8,89
	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
	Yurt dışı	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santralleri satışlarını **alım garantisi** kapsamında gerçekleştirmektedir. Yurt içindeki santrallerin tamamı **YEKDEM** kapsamındadır. 31.03.2026 itibarıyla bu santrallerin YEKDEM alım garantisi kapsamında kalan sürelerinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi **2,7 yıldır**. Şirket'in yurt içindeki ve yurt dışındaki tüm santralleri için bu süre ise **4,1 yıldır**.

Şirket'in Romanya'da devam eden ve 2027 Nisan itibarıyla tamamlanması planlanan toplamda **65,1 MWp** kurulu güce sahip olacak GES yatırımı bulunmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla tesislerin tamamlanma dereceleri şu şekildedir

Proje Adı*	İli	Güç (MWp)	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	47,5%	Mart 27

Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1	22,3%	

*Tüm projeler %100 özkaynak ile finanse edilmektedir.

EPC Faaliyetleri:

Şirket, kurulduğu 27.05.2014 tarihinden 31.03.2026 tarihine kadar yatırımcılar için yurt içinde ve yurt dışında toplam **562 MW** büyüklüğünde GES tesisinin kurulumunu ve revizyonunu gerçekleştirmiştir.

31.03.2026 itibarıyla 2026 ve 2027 yıllarında tamamlanmak üzere sözleşmesi imzalanmış veya imza aşamasında olan projeler:

- Yurt içinde:** 305 MWp GES tesis kurulumu, 108 MWp RES enerji nakil hattı ve şalt sahası kurulumu ve 68 MWp RES tesis kurulumu projesi.
- Yurt dışında:** Toplamda 84 MWp GES tesis kurulumu (19 MWp'i diğer müşteriler, 65 MWp'i kendi adına) ve 330 MWh kapasiteli enerji depolama tesisi kurulumu projeleri.

Ortaklık Yapısı

Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,00	75.000.000	13,51
Mehmet Songur	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
Kemal Onur Karakuş	B	175.000.000	35,00	155.000.000	27,93
Halka Açık Paylar	B	0	0,00	85.000.000	15,32
Toplam		500.000.000	100,00	555.000.000	100,00

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Sermaye artırım ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan toplam 85.000.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının %15,32 olması planlanmaktadır.

Halka Arz Gerekçesi ve Halk Arz Gelirlerinin Kullanımı

Şirket'in halka arzı ile 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 bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arzdan elde edilecek net gelirin (halka arz giderleri düşüldükten sonra) kullanım planı ve tahmini oranları şu şekildedir:

Fon Kullanım Alanı	Planlanan Tahmini Kullanım Oranı(%)
Güneş ve Rüzgâr Santralleri ile Müstakil Elektrik Depolama Tesisleri Başta Olmak Üzere Her Türlü Yenilenebilir Enerji Yatırımları	%75
Yurtiçi ve Yurtdışında Yer Alan Mühendislik ve Proje Geliştirme Faaliyetleri İçin İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%25
Toplam	100

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

İhtiyaç duyulması halinde, Şirket menfaatleri ve piyasa koşulları doğrultusunda fon kullanım alanları arasında her bir kullanım kalemi için %10'a kadar geçiş yapılabilecektir.

Finansallar:**Özet Bilanço 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 Varlıklar	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: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Özet Gelir Tablosu;

TRY 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
Hasılat Büyüme Oranı (%)	-	55,73%	-11,94%	-	201,36%
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
Brüt Kar Marjı (%)	35,12%	50,71%	43,88%	34,78%	24,16%
Esas Faaliyet Karı	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	37,27%	50,69%	40,29%	33,97%	22,24%
FAVÖK	1.134.792.725	2.359.765.251	1.727.489.115	175.841.527	324.915.043
FAVÖK Marjı (%)	40,34%	53,86%	44,78%	43,89%	26,91%
Net Dönem Karı	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569
Net Kar Marjı (%)	29,44%	51,55%	46,54%	36,40%	27,77%

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Deniz Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan, Masfen Enerji A.Ş. halka arz fiyatının tespitinde SPK'nın III-62.1 "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkındaki Tebliği" gereği Uluslararası Değerleme Standartları (UDS-2017) kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemlerinde belirtilen Gelir Yaklaşımı - İNA ile Pazar Yaklaşımı - Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir) Yöntemi

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgendikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son döneme ait "net finansal borç"un düşülmesi ve varsa "net diğer varlık değeri"nin eklenmesiyle "Şirket Değeri"

ya da “Özkaynak Değeri”ne ulaşılır.

Projeksiyonlar;

i) EPC hizmetleri (taahhüt, mühendislik, müteahhitlik, bakım onarım işleri) gelirlerinde; güncel satış fiyatları ve maliyetler baz alınarak 2026–2035 dönemi için,

ii) Güneş Enerjisi Santralleri gelirlerinde güncel elektrik fiyatları ve üretim kapasitesi baz alınarak 2026–2068 dönemleri için üretim, satış, dağıtım, tedarik süreçlerine etki edecek Şirket ve sektör gelişmeleri ile beklentileri de dikkate alınarak tahmin edilen enflasyon etkileriyle ve yine aynı dönem için öngörülen satış miktarları ile oluşturulmuştur.

Masfen Enerji’nin Türkiye’deki Güneş Enerjisi Santrallerinin Projeksiyonlarının oluşturulmasında kullanılan 2026–2046 elektrik fiyatları Modus Enerji Danışmanlık’ın hazırladığı Türkiye Elektrik Piyasası raporundan alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (TL)

Türkiye EPC Faaliyetleri

Firma Değeri	Mn ABD\$
AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)	11,4%
Uç Büyüme	2,0%
Projeksiyon Değeri	157,0
Uç Değer (Terminal Value)	113,3
31.03.2026 Firma Değeri	270,4
Değerleme Tarihi Firma Değeri	277,1

Romanya EPC Faaliyetleri

Firma Değeri	Mn ABD\$
AOSM	11,8%
Uç Büyüme	2,0%
Projeksiyon Değeri	54,7
Uç Değer	26,8
Firma Değeri	81,4
Değerleme Tarihi Firma Değeri	85,8

Türkiye Elektrik Üretim Faaliyetleri

Masfen Enerji Türkiye Santralleri

Şirket’in rapor tarihi itibarıyla toplamda Türkiye’de **105,83 MWp** kurulu güce sahip GES’i bulunmaktadır

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	60	69,92	58,07
Şirket’in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanssız	10	11,42	8,89
Şirket’in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,5	14,00
TOPLAM		72	105,83	80,96

Yurt içindeki santrallerin tamamı **YEKDEM** kapsamındadır. 31.03.2026 itibarıyla bu santrallerin YEKDEM alım garantisi kapsamında kalan sürelerinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi **2,7 yıldır**

Gruplar	FD (mn\$)	Değer Tarihi	FD (mn\$)	Kurulu Güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	Masfen Payı (mn\$)
MASFEN (A)	72,5	74,1		69,9	1,06	100%	74,1
Bağlı Ortaklıklar (B)	13,5	13,8		11,4	1,21	90%	12,4
Lisanslı Santraller (C)	34,2	35,0		24,5	1,43	100%	35,0
TOPLAM (A+B+C)	120,2	122,9		105,8	1,16	-	121,6

Masfen Enerji Yunanistan Santralleri

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla Yunanistan'da toplam 11,20 MWp kurulu güce sahip GES portföyü bulunmaktadır

Açıklama	Coğrafi Konum / Türü	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWp)	Kurulu Güç (MWe)
Şirket'in %100 yurt dışı bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yunanistan	11	11,20	10,94
TOPLAM		11	11,20	10,94

Yunanistan portföyünün nihai değerlendirme tablosu yer almaktadır:

Yunanistan	FD (mn\$)	Değer Tarihi	FD (mn\$)	Kurulu Güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
Atlas Energeiaki	10,8	11,0		11,2	0,98	100%	11,0

Romanya Elektrik Üretim Faaliyetleri

Şirket'in Romanya'da devam eden 2027 Nisan itibarıyla tamamlanması planlanan toplamda 65,1 MWp kurulu güce sahip olacak GES yatırımı bulunmaktadır. 31.03.2026 itibarıyla tesislerin inşaatının tamamlanma derecesine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Proje Adı	Güç (MWp)	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	3,4	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	2,8	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	4,8	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	6,2	4,5%	Şubat 27
Gura GES	13,7	14,4%	Mart 27
Pausa GES	5,0	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	7,0	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	7,0	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	6,2	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	5,0	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	4,0	0,7%	Nisan 27
Toplam	65,1	22,3%	

Romanya	FD (mn\$)	Değer Tarihi	FD (mn\$)	Kurulu Güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
Masfen Ro	37,3	38,2		65,1	0,59	100%	38,2

İndirgenmiş Nakit Akımlarından Hesaplanan Şirket Değeri: Farklı faaliyet alanları için hesaplanan firma değerlerinin toplamı ve net nakit pozisyonunun eklenmesiyle ulaşılan değerler şöyledir:

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 (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Masfen Enerji'nin şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için; 31.03.2026 tarihli bilanço verileri ile 01.04.2025 – 31.03.2026 dönemine ilişkin (son 12 ay) Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır. Söz konusu veriler Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet gösterdikleri ülkenin para biriminin Türk Lirası (TL), Euro (EUR), Rumen Leyi (RON) olmasına rağmen Şirket'in geçerli para birimi ABD Doları'dır. Faaliyet gösterilen ülkenin para birimi Türk Lirası (TL) olmasına rağmen, Grup, geçerli para birimini, 21 no.lu Türkiye Muhasebe Standardı (TMS) "Kur Değişiminin Etkileri" uyarınca Amerikan Doları (USD) olarak belirlemiştir. Grup'un finansal tabloları sunum para birimi "Türk Lirası" (TL)'dir. TMS 21 kapsamında Amerikan Doları (USD) olarak hazırlanan finansal tablolar TL'ye çevrilmiştir.

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 kârlılık kapasiteleri ve borçlar ödendikten sonra kalan varlık değerini en iyi şekilde yansıttığı düşünülmesi nedenleriyle emsal şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler ile yurt dışı piyasalarda işlem gören, Şirket ile benzer faaliyet alanına sahip seçilmiş firmalar dahil edilmiştir.

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.

BIST – Benzer Şirketler

Masfen GES yatırımları ile elektrik üretimi ve GES-RES tesisleri için; mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) faaliyetlerinde bulunmaktadır. Bu çerçevede yurt içi benzerler belirlenirken yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üreten şirketler ile elektrik üretim ve elektrik altyapısı sektörleri için mühendislik ve taahhüt hizmetlerinde bulunan firmalar seçilmiştir.

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 firmalar seçilmiştir.

Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler

Değerlemede Kullanılan Finansal Veriler	mn TL
Son 12 Ay FAVÖK	1.877
Net Finansal Borç (Nakit)	-4.480

Yurtiçi Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Yurtiçi Benzer Şirketler	Son 12 Ay FAVÖK (mn TL)	Çarpan	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVOK	1.877	9,6x	60%	22.517

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

Yurt Dışı Benzer Şirketler	Son 12 Ay FAVÖK (mn TL)	Çarpan	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVOK*	1.877	16,4x	40%	35.271

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Pazar Yaklaşımı Özeti	Ağırlık	Ağırlıklı Özsermaye Değeri (TL)
-----------------------	---------	---------------------------------

Yurtiçi Benzer Şirketler	%60	22.517
Yurt Dışı Benzer Şirketler	%40	35.271
TOPLAM	%100	27.619

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Nihai Değer

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlık	Birim Pay Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	29.482	50%	58,96
Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)	27.619	50%	55,24
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	28.551	100,0%	57,10
Halka Arz İskontosu	%20		
Halka Arz Şirket Değeri	22.840		45,68

Kaynak: Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

Değerleme çalışması kapsamında ilgili bölümlerde detayları açıklanan 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.

Halka Arz Fiyatı Hakkında Değerlendirme ve Sonuç

- Fiyat tespit raporunda, Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Değerleme yöntemleri içerisinde İNA ve Çarpan Analizine yer verilmiş olmasını ve söz konusu yöntemlerin sırasıyla %50 ve %50 ağırlıklandırılmış olmasını uygun buluyoruz.
- Sektör dinamikleri ve değişkenleri dikkate alındığında yurt içi çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğu ve yapılan gruptandırmanın makul olduğu düşüncesindeyiz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığı görüşündeyiz.
- %20,00 seviyesindeki halka arz iskontosunun makul olduğunu değerlendiriyoruz.

Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %20,00 oranında halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 45,68 TL halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı

Burada yer alan bilgiler Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup 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. Tüm veriler, Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile Trive Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.