



MASFEN ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu

22.06.2026

DenizYatırım

İçindekiler

1. Giriş	10
2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu	12
2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi	12
2.2. Değerleme.....	14
3. Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji").....	14
3.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	14
3.2. Tarihçe ve Kurumsal Yapı.....	15
3.3. Faaliyetler Hakkında Bilgi.....	18
3.4. Finansal Tablolar	31
3.4.1. Bilanço	31
3.4.2. Gelir Tablosu	33
4. Sektörel Bilgiler	34
5. Değerleme Yaklaşımları	37
5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı).....	38
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	38
6. Değerleme	39
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	39
6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri.....	39
6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları	40
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	43
6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar	43
6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi	43
6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar	44
6.2.4. Şirket'in Faaliyet Alanları ve Şirket Değeri Hesaplama Metodolojisi	44
6.2.5. EPC Faaliyetleri	45
6.2.6. Elektrik Üretim Faaliyetleri	59
6.2.7. Masfen Enerji Konsolide Net Borç ve Şirket Değeri	66
7. Sonuç	67
Ekler	68

KISALTMA VE TANIMLAR

KISALTMALAR	TANIMLAR
1 ABD Doları cent	: 1 ABD Doları'nın 1/100'üne eşit olan para birimi
A.Ş.	: Anonim Şirketi
AAB Enerji	: AAB Enerji Üretim Tarımsal Ürünler Gıda İnşaat Sanayi Ticaret Anonim Şirketi
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / Amerikan Doları	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AC	: Alternatif Akım (<i>Alternating Current</i>)
Aceka 2	: Aceka 2 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Aceka 3	: Aceka 3 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Ankasun Enerji	: Ankasun Enerji Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi
Ar-Ge	: Araştırma – Geliştirme
Atlas Energeiaki	: Atlas Energeiaki Thessalias Single Member IKE
Avro / EUR / Euro	: Avrupa Birliği para birimi
BDİ Enerji	: BDİ Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
BESS	: Müstakil depolama tesisi (<i>Battery Energy Storage System</i>)
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Bilgidar 2	: Bilgidar 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Buselik 2	: Buselik 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Buselik 3	: Buselik 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi

KISALTMALAR	TANIMLAR
Covid-19	: Koronavirüs hastalığı
Ç1	: Birinci Çeyrek, küçükten büyüğe sıralanmış bir veri setinde gözlemlerin %25'inin altında kaldığı değerdir.
Ç3	: Üçüncü Çeyrek, küçükten büyüğe sıralanmış bir veri setinde gözlemlerin %75'inin altında kaldığı değerdir.
ÇA	: Çeyrekler Açıklığı, Birinci çeyrek ile üçüncü çeyrek arasındaki farktır. (Ç3-Ç1)
ÇED	: Çevresel Etki Değerlendirmesi
ÇED Raporu	: Çevresel Etki Değerlendirmesi Raporu
ÇED Yönetmeliği	: 29.07.2022 tarihli ve 31907 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Çevresel Etki Değerlendirmesi Yönetmeliği
Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği	: 14.04.2009 tarihli ve 27200 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasası Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği
Deniz Yatırım / Yetkili Kuruluş / Aracı Kurum / Konsorsiyum Lideri	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler Anonim Şirketi
Dimetoka 2	: Dimetoka 2 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
Dimetoka 3	: Dimetoka 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
EDT	: Elektrik Depolama Tesisi
Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği	: 02.11.2013 tarihli ve 28809 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği
Emirhisar Enerji	: Emirhisar Enerji İnşaat Danışmanlık Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
ENH	: Enerji Nakil Hattı
EPC	: Mühendislik (<i>Engineering</i>), Tedarik (<i>Procurement</i>) ve İnşaat / Kurulum (<i>Construction</i>)
EPDK	: T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu

KISALTMALAR	TANIMLAR
EPIAŞ	: Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EPKn	: 30.03.2013 tarihli ve 28603 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
Esas Sözleşme	: Masfen Enerji Anonim Şirketi’nin esas sözleşmesi
ETKB	: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı
EÜAŞ	: Elektrik Üretim A.Ş.
FNT Gıda	: FNT Gıda Turizm İç ve Dış Ticaret Sanayi Limited Şirketi
GES	: Güneş elektrik santrali
Grup	: Şirket ve bağlı ortaklıkları
GSYİH	: Gayri Safı Yurtiçi Hasıla
GVK	: 06.01.1961 tarihli ve 10700 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
GW	: Gigawatt
GWh	: Gigawatt saat
IKE	: Yunanistan hukukunda özel sermayeli şirket (<i>Ιδιωτική Κεφαλαιουχική Εταιρεία</i>)
ISIN	: Uluslararası Menkul Kıymet Tanımlama Numarası (<i>International Securities Identification Number</i>)
İmar Kanunu	: 09.05.1985 tarihli ve 3194 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 3194 sayılı İmar Kanunu
İsfahan 3	: İsfahan 3 Güneş Enerjisi Limited Şirketi
İSG	: İş sağlığı ve güvenliği
İş Kanunu	: 10.06.2003 tarih ve 25134 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 4857 sayılı İş Kanunu
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu

KISALTMALAR	TANIMLAR
Kayrabey Enerji	: Kayrabey Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
KDV	: Katma Değer Vergisi
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
kr / krş	: Kuruş
kV	: Kilovolt
KVK	: 21.06.2006 tarihli ve 26205 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 5520 sayılı Kurumlar Vergisi Kanunu
kW	: Kilowatt
kWh	: Kilowatt saat
Ltd. Şti.	: Limited Şirketi
m ²	: Metrekare
Maki Enerji	: Maki Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi
Marel	: Marel Bilişim Mühendislik Enerji İnşaat İletişim Turizm Gıda Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi
Masfen / Şirket / İhraççı	: Masfen Enerji Anonim Şirketi
Masfen Romanya	: Masfen Romania S.R.L.
Metges Enerji	: Metges Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi
Meva Mühendislik	: Meva Mühendislik Bilişim Enerji İnşaat İletişim Turizm Sanayi ve Dış Ticaret Limited Şirketi
MKK	: Merkezi Kayıt Kuruluşu A.Ş.
MW	: Megawatt
MWe	: Megawatt elektrik
MWh / MWs	: Megawatt saat

KISALTMALAR	TANIMLAR
MWm	: Megawatt mekanik
MWp	: Megawatt pik
Onan 2	: Onan 2 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Onan 3	: Onan 3 Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
Papatya Enerji	: Papatya Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
Primo	: Primo Güneş Enerjisi Anonim Şirketi
Primo Şirketleri	: Primo'nun bağlı ortaklıklarını teşkil eden Altınorda Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Meca Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Bahçesaray Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., BT 1 Enerji İç ve Dış Ticaret Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Alfabeta Enerji ve Sanayi Ticaret A.Ş., Lamda Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Güneş Enerjisi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Razin Ges Elektrik Sanayi ve Ticaret A.Ş., Vizi Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Güneşim Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Cento Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Raggio Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti., Tessa Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.
PTF	: Piyasa takas fiyatı
PwC	: PricewaterhouseCoopers
RES	: Rüzgar Enerjisi Santrali
Santraller	: Şirket'in ve/veya tüm bağlı ortaklıklarının ve iştiraklerinin bilfiil işlettikleri ve/veya işletecekleri elektrik enerjisi üretimi faaliyetinde bulunan santraller
SCADA	: Veri tabanlı kontrol ve gözetleme sistemi (<i>Supervisory Control And Data Acquisition System</i>)
Serimer	: Serimer Optik Medikal Kırtasiye Temizlik İnşaat İthalat İhracat Sanayi Ticaret Limited Şirketi

KISALTMALAR	TANIMLAR
SPKn	: 10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
S.R.L.	: Romanya hukukunda limited şirket (<i>Societate cu Răspundere Limitată</i>)
Syn. P.E.	: Yunanistan hukukunda sınırlı sorumlu kooperatif (<i>Συνεταιρισμός Περιορισμένης Ευθύνης</i>)
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB / Merkez Bankası	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
Tesla 1	: Tesla 1 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Tesla Şirketleri	: Birlikte, Tesla 1 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 2 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 6 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 7 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 8 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 9 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 10 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 11 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş., Tesla 12 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve Tesla 13 Güneş Enerji Üretimi Sanayi ve Ticaret A.Ş.
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
TMS	: Türkiye Muhasebe Standartları
Toprakkale	: Toprakkale Altyapı ve Malzeme Hizmetleri Anonim Şirketi
TTK	: 14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TTSG	: Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
TWh	: Terawatt saat

KISALTMALAR	TANIMLAR
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
Üretim Şirketleri	: Şirket'in elektrik enerjisi üretimi faaliyetinde bulunan ve bilfiil Santraller'i işleten ve/veya işletecek olan tüm bağlı ortaklıkları ve iştirakleri
VUK	: Vergi Usul Kanunu
YEK	: Yenilenebilir enerji kaynakları
YEKA	: Yenilenebilir enerji kaynak alanları
YEKDEM	: Yenilenebilir enerji kaynakları destekleme mekanizması
YEKDEM Yönetmeliği	: 01.10.2013 tarihli ve 28782 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Belgelendirilmesi ve Desteklenmesine İlişkin Yönetmelik
Yeniçağ 1	: Yeniçağ 1 Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım Sanayi Ticaret Limited Şirketi
Yenilenebilir Enerji Kanunu	: 18.05.2005 tarihli ve 25819 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("DenizYatırım") ile Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji") arasında 26.07.2024 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerın Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- DenizYatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Reform Bağımsız Denetim ve Danışmanlık A.Ş. tarafından hazırlanan; 31 Aralık 2023, 31 Aralık 2024, 31 Aralık 2025, 31 Mart 2026 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- DenizYatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere DenizYatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

DenizYatırım değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerleme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Rapora konu olan değerleme çalışması, bilinen değerleme yöntemleri kullanılarak uzmanlık bilgisi ile hazırlanmıştır. Piyasa koşullarında meydana gelebilecek önemli değişimlerin Şirket'in değerini etkileyerek olumlu veya olumsuz yönde değişim yapabileceği bilinmelidir.

Değerleme Tarihi: 22.06.2026

Fiyat Tespit Raporunu ve Değerleme Çalışmasını Hazırlayan Ekibe İlişkin Bilgiler:

Çağatay Ünsal, kariyerine 2021 yılında Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'de Kurumsal Finansman Uzman Yardımcısı olarak başlamış, görevini Kurumsal Finansman Yönetmeni olarak sürdürmektedir. Koç Üniversitesi'nde lisans öğrenimini Ekonomi alanında tamamlayan Çağatay Ünsal Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı'na (Belge No: 916087) sahiptir.

2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu

2.1. Şirkete İlişkin 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) yenilebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi gerçekleştirmekte ve (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 de 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), 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
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	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 santrallerinin alım garantisi kapsamında kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi ise 4,1 yıldır.

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 tamamlanma derecesine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Proje Adı	İli	Güç (MWp)	Finansman Şekli	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	Özkaynak (%100)	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	Özkaynak (%100)	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	Özkaynak (%100)	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	Özkaynak (%100)	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	Özkaynak (%100)	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1		22,3%	

EPC Faaliyetleri:

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

31.03.2026 itibarıyla 2026 ve 2027 yıllarında tamamlanmak üzere Şirket'in sözleşmesi imzalanmış ya da imza aşamasında olan;

- Yurt içinde 305 MWp kurulu güce sahip GES tesis kurulum projesi; 108 MWp güce sahip RES tesisinin enerji nakil hattı ve şalt sahası kurulumu projesi ve 68 MWp güce sahip RES tesis kurulum projesi bulunmaktadır.
- Yurt dışında toplamda 19 MWp'i diğer müşteriler için 65 MWp'i kendi adına olmak üzere toplamda 84 MWp kurulu güce sahip GES tesis kurulumu projeleri ve 330 MWh kapasiteli enerji depolama tesisi kurulum projeleri bulunmaktadır.

2.2. Değerleme

Masfen Enerji pay başına değerinin tespit edilmesinde Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı) yöntemine yer verilmiştir.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye;

BİST'te işlem gören şirketler ile yurt dışı piyasalarda işlem gören, Şirket ile benzer faaliyet alanlarına 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.

Projeksiyon döneminde öngörülen fiyat değişimleri, kar marjları ve işletme sermayesi seviyeleri, 2023-2025 dönemleri gerçekleştirmeleriyle uyumlu bir perspektif ile oluşturulmuştur.

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50, Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 28.551 milyon TL ve Birim Pay Değeri 57,10 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %20 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	50,0%	58,96
Çarpan Analizi	27.619	50,0%	55,24
FD/FAVÖK	27.619	100,0%	55,24
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	28.551	100,0%	57,10
Halka Arz İskontosu	20,0%		
Halka Arz Şirket Değeri	22.840		45.68

3. Masfen Enerji Anonim Şirketi ("Şirket, Masfen Enerji")

3.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, SPK'nın hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 13.06.2024 tarih ve 33/862 sayılı izni ile bu sisteme geçmiştir.

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 2.500.000.000 TL olup, her biri 1,00 TL itibari değerinde 2.500.000.000 adet paya bölünmüştür.

Mevcut Ortaklık Yapısı

İzahname tarihi itibarıyla, Şirket'in çıkarılmış sermayesi 500.000.000 TL olup, bu sermaye her biri 1,00 TL nominal değerinde toplam 500.000.000 adet paydan oluşmaktadır. Bu sermayenin tamamı muvazaadan arı bir şekilde tamamen ödenmiştir.

Şirket'in payları her biri 1,00 TL nominal değerinde olmak üzere 2 ayrı gruba ayrılmış olup, toplam 500.000.000 adet payın 150.000.000 adedi nama yazılı A Grubu ve 350.000.000 adedi hamiline yazılı B Grubu paylardan oluşmaktadır. A Grubu payların Yönetim Kuruluna aday gösterme ve genel kurulda oy hakkı imtiyazı bulunmaktadır. B Grubu payların hiçbir imtiyazı yoktur. Her bir A Grubu pay, sahibine 5 (beş) oy hakkı vermektedir.

Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı (%)
Mehmet Songur	A	75.000.000	15,00
	B	175.000.000	35,00
Kemal Onur Karakuş	A	75.000.000	15,00
	B	175.000.000	35,00
Toplam		500.000.000	100,00

3.2. Tarihçe ve Kurumsal Yapı

Tarihçe ve Kurumsal Yapı

- 2014**
- Şirket, “Masfen İnşaat Enerji Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi” unvanıyla 27.05.2014 tarihinde 100.000 TL kuruluş sermayesi ile Isparta Ticaret Sicil Müdürlüğü’ne tescil edilerek kurulmuştur. Şirket’in kurulduğu dönemde faaliyet alanı temel olarak inşaat, taahhüt ve müteahhit işleri, elektrik üretim tesisi kurulması, elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektrik enerjisinin satışı olarak belirlenmiştir.
- 2015**
- 30.12.2015 tarihli genel kurul toplantısında, 100.000 TL olan sermayesinin 1.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 21.01.2016 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 27.01.2016 tarihli ve 8998 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
 - Şirket ilk EPC projesini (Kayı GES projesi) 2015 yılının Aralık ayında tamamlamıştır.
- 2016**
- Şirket’in 23.12.2016 tarihli genel kurul toplantısında, 1.000.000 TL olan sermayesinin 5.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 02.01.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 09.01.2017 tarihli ve 9237 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
- 2017**
- Şirket’in 28.09.2017 tarihli genel kurul toplantısında, 5.000.000 TL olan sermayesinin 10.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 23.10.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 06.11.2017 tarihli ve 9445 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
 - Şirket, mevcut GES yatırımlarından ilkinin 06.12.2017 tarihinde bağlı ortaklıkları Utaş Enerji İnşaat Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi ve Pe Enerji Üretim Dağıtım Anonim şirketlerini kül halinde devir almak suretiyle bu sayılan bağlı ortaklıklar ile birleşerek gerçekleştirmiştir. Toplam 2,40 MWp / 1,70 MWe kurulu güce sahip GES’ler böylece Şirket’in mülkiyetine geçmiştir. Şirket’in taraf olduğu bu birleşme işlemi 19.12.2017 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 02.01.2018 tarihli 9485 sayılı TTSG’de yayımlanmıştır.
- 2018**
- Şirket’in 19.09.2018 tarihli genel kurul toplantısında, 10.000.000 TL olan sermayesinin 20.000.000 TL’ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz

	konusu sermaye artırımı kararı 20.09.2018 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 26.09.2018 tarihli ve 9668 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
2019	• Şirket'in 11.12.2019 tarihli genel kurul toplantısında, 20.000.000 TL olan sermayesinin 40.000.000 TL'ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu sermaye artırımı kararı 11.12.2019 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 16.12.2019 tarihli ve 9973 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır. • Şirket, Metges Enerji, AAB Enerji ve Tesla Şirketlerinin paylarının tamamını devralmıştır. Şirket'in 2019 yılı bağlı ortaklık edinimleri ile kontrolündeki GES'lerin kurulu gücü toplam 27,97 MWp'e ulaşmıştır.
2020	• Şirket kendi bünyesindeki çalışmaları neticesinde kendi tasarım ve üretimi olarak geliştirilen yazılım ve donanımına sahip güneş takip sistemi olan MasTrack sistemini hayata geçirmiştir. Hava durumunu SCADA sistemi ile takip edebilen ve yön değişimini gerçekleştirerek GES tesislerinde %25'e kadar verim artışı elde edilebilen ve hava durumu sensörleri yardımıyla rüzgâr, yağmur ve karlı hava durumlarını da takip edebilen MasTrack, solar panellere zarar verebilecek hava koşullarında fotovoltaiik modülleri koruma pozisyonuna alarak, GES güvenliğinin sağlanmasına yardımcı olan bir sistemdir. Ayrıca güneş panellerinin üzerine düşen gölgeyi minimize ederek üretim verimliliğini artırmaktadır.
2021	• Şirket Avrupa Birliği tarafından desteklenen, enerji verimliliği alanındaki projelerden biri olan <i>Match-Up</i> projesi kapsamında Antalya Büyükşehir Belediyesi hizmet binasının ve Antalya Ulaşım A.Ş. tramvay atölyesi binasının çatısına, çatı tipi güneş enerji santrali ve elektrik depolama sistemi kurulumu projesini 2021 yılında tamamlamıştır. Bu proje kapsamında kurulum yapılan bina, depolamalı çatı GES'ler ile enerjisini üreterek depolayan Türkiye'deki ilk kamu binası olma özelliğini taşımaktadır. • Şirket tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen GES'lerin toplam kurulu gücü 2021 sonu itibarıyla 52,47 MWp seviyesine ulaşmıştır.
2022	• Şirket, hava koşulları ve mevsime bağlı olarak güneş enerjisinden elde edilen günlük elektrik miktarının değişiklik göstermesi nedeniyle, kendi bünyesindeki Ar-Ge ekibi çalışmaları sonrasında tersine mühendislik uygulanarak üretilen elektriğin kesintisiz bir şekilde kullanılması için depolama amacıyla "MastekShield Batarya Yönetim Sistemlerini" geliştirmiştir. MastekShield Batarya Yönetim Sistemleri, "KOSGEB AR-GE ve İnovasyon Programı" desteğine hak kazanmıştır. • Şirket Primo'nun paylarının tamamını (%100) iktisap etmiştir. Şirket Primo paylarını iktisap etmek suretiyle, Primo'nun paylarının tamamına sahip olduğu bağlı ortaklıklarını (Primo Şirketleri'ni) dolaylı

olarak kontrol etmeye başlamıştır. Şirket'in 2022 yılı içerisinde gerçekleştirmiş olduğu bağlı ortaklık edinimleri ile birlikte Şirket'in doğrudan veya dolaylı olarak kontrolündeki GES'lerin toplam kurulu gücü 2022 sonu itibarıyla 5,998 MWp'i Yunanistan'da olmak üzere 90,14 MWp seviyesine ulaşmıştır.

2023

- Şirket'in 12.12.2023 tarihli genel kurul toplantısında, Şirket'in unvanının "Masfen Enerji Anonim Şirketi" olarak değiştirilmesi ve Şirket'in 40.000.000 TL olan sermayesinin 500.000.000 TL'ye çıkarılması kararlaştırılmış; söz konusu unvan değişikliği ve sermaye artırımı kararı 12.12.2023 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 12.12.2023 tarihli ve 10977 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
- Şirket'in bağlı ortaklığı Primo, kendi bağlı ortaklıkları olan Primo Şirketleri'ni kül halinde devir almak suretiyle bu şirketler ile birleşmiştir. Akabinde ise Şirket, bağlı ortaklığı Primo'yu kül halinde devir almak suretiyle Primo ile birleşmiştir. Bu birleşmeler neticesinde Primo ve Primo Şirketleri tasfiyesiz şekilde infisah etmişlerdir. Şirket'in taraf olduğu bu birleşme işlemi 21.12.2023 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından tescil edilerek 26.12.2023 tarihli 10987 sayılı TTSG'de yayımlanmıştır.
- Şirket Aceka 2, Aceka 3, Bilgidar 2, Buselik 2, Buselik 3, Dimetoka 2, Dimetoka 3, FNT Gıda, İsfahan 3, Marel, Meva Mühendislik, Onan 2, Onan 3 ve Serimer'in paylarının tamamını (%100) iktisap etmiştir. Şirket bu payları iktisap etmek suretiyle söz konusu şirketlerin paylarının tamamına sahip olduğu bağlı ortaklıklarını da dolaylı olarak kontrol etmeye başlamıştır. Şirket'in 2023 yılında gerçekleştirmiş olduğu bağlı ortaklık edinimleri ile birlikte Şirket tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen GES'lerin toplam kurulu gücü, 11,20 MWp'i Yunanistan'da olmak üzere, 117,04 MWp seviyesine ulaşmıştır.

2024

- SPK tarafından verilen 24.06.2024 tarih ve E-29833736-110.03.03.-55753 sayılı izni ve T.C. Ticaret Bakanlığı İç Ticaret Genel Müdürlüğü tarafından verilen 10.07.2024 tarih ve E-50035491-431.02-00098632289 sayılı onay yazısı ile onaylanmış esas sözleşme değişiklikleri Şirket'in 12.07.2024 tarihinde gerçekleştirilen olağanüstü genel kurul toplantısında kabul edilmiştir. Anılan Esas Sözleşme değişikliklerine göre, Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 2.500.000.000 TL olup, beheri 1 (bir) TL nominal değerde 2.500.000.000 adet paya ayrılmıştır. Söz konusu olağanüstü genel kurul toplantısında alınan kararlar, 12.07.2024 tarihinde Isparta Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilmiş olup; 12.07.2024 tarih ve 11121 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
- Şirket, Aralık 2024 tarihinde Tesla 1, Aceka 2, Aceka 3, Bilgidar 2, Buselik 3, Dimetoka 2, Dimetoka 3, FNT Gıda, İsfahan 3, Marel Bilişim, Meva Mühendislik, Onan 2, Onan 3, Serimer Optik ve Toprakkale Altyapı ile kolaylaştırılmış usulde birleşmiş ve anılan bu

birleşme işlemi kapsamında, devralınan şirketlerin tamamı birleşmenin tescili ile tasfiyesiz bir biçimde infisah etmiştir. Anılan bu birleşme işlemi 26.12.2024 tarihinde tescil edilmiş ve 26.12.2024 tarih ve 11237 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.

2025

- Şirket, geliştirdiği 7,50 MWp kurulu gücünde Pietrosale ve 7,50 MWp kurulu gücünde Marghita projesi için Romanya'da ilk EPC (SPV'lerin hisse devri yöntemiyle) sözleşmelerini 03.01.2025 tarihinde imzalamıştır.
- Şirketin Romanya'daki müstakil depolama tesisi yatırımlarına başlamış ve bu amaçla olan (i) 110 MWh gücünde Faget BESS, (ii) 110 MWh gücünde Giulvaz BESS ve (iii) 110 MWh gücünde Calan BESS projelerinin sahibi olan Faget Storage SRL, Giulvaz Solar Two S.R.L. ve Petris Solar S.R.L. şirketlerinin hisselerini dev almıştır. Faget Storage SRL'nin hisse devri 11.07.2025 tarihinde, Giulvaz Solar Two S.R.L.'nin hisse devri 10.07.2025 tarihinde, Petris Solar S.R.L.'nin hisse devri ise 04.08.2025 tarihinde tescil edilmiştir.

3.3. Faaliyetler Hakkında Bilgi

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 ve (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 de 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 İzahname 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), 10 adet lisanssız güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

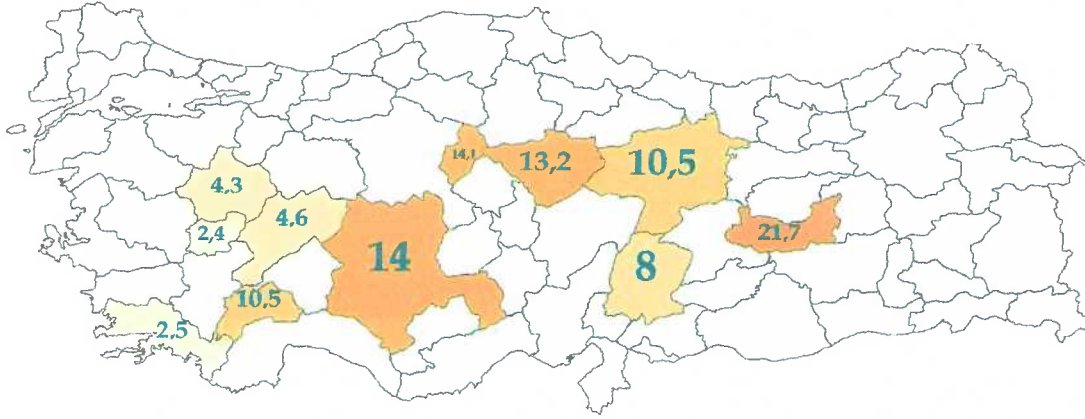
- Şirket'in yurtdışındaki bağlı ortaklıkları tarafından işletilen, yurtdışında kurulu toplam 11,20 MWp / 10,94 MWe kurulu gücünde 11 adet güneş enerjisi santrali bulunmaktadır.

Şirket ve bağlı ortaklıklarına ait lisanslı ve lisanssız yurtiçindeki ve yurtdışındaki santrallerin toplam gücünü gösterir özet tablo ve grafik aşağıdadır.

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	24,50	14,00
Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt dışı	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

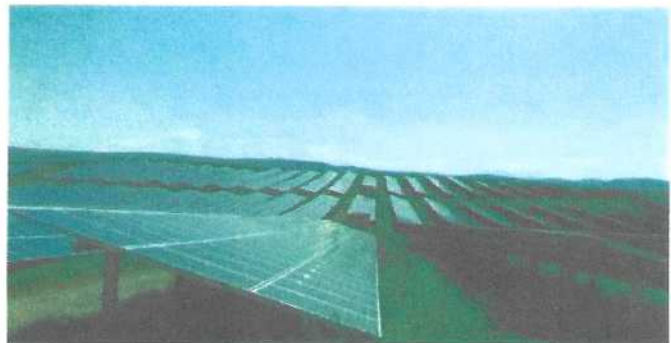
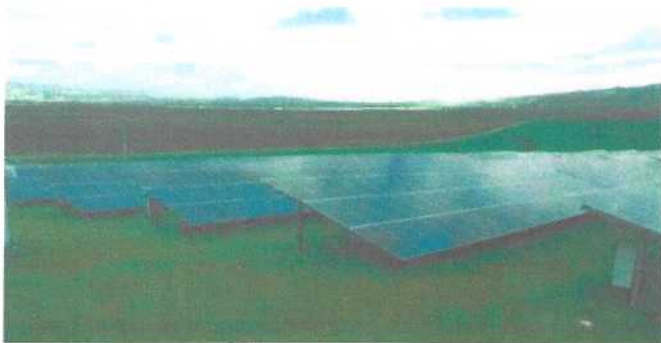
Şirket'in yurt dışındaki GES'leri Yunanistan'ın Larisa şehrinde yer almaktadır.

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. Santrallerin illere göre dağılımı aşağıdaki harita (*) üzerinde gösterilmiştir.



(*) Haritada belirtilen sayılar, her bir ilde bulunan GES'lerin kurulu gücünü MWp olarak göstermektedir.

Şirket'in ve bağlı ortaklıklarının Santrallerinin bulundukları iller bazında görselleri de aşağıdaki gibidir:



Sivas



Kahramanmaraş



Yozgat

Muğla

Şirket'in ve Üretim Şirketleri'nin sahip oldukları GES'lerdeki elektrik satışları, yenilenebilir enerji desteklerinden faydalanmaktadır:

- Yurt içi Lisanssız GES: Şirket ve bağlı ortaklıklarının sahip olduğu yurt içindeki lisanssız GES'lerin tamamı ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 ABD Doları cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.
- Yurt içi Lisanslı GES: 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 fiyattan satmaktadır.
- Yurt dışı GES: Şirket'in Yunanistan'daki bağlı ortaklığına ait Santraller, ilgili ülkenin mevzuatındaki düzenlemelere istinaden, 20 yıl alım garantisi altında, ürettikleri elektriği 6,887 Euro cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.

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 santrallerinin alım garantisi kapsamında kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi ise 4,1 yıldır.

Şirket ve bağlı ortaklıkları işbu İzahnameye konu finansal tablo dönemlerinde gerçekleşen elektrik üretimleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Elektrik Üretim (MWh)	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
Türkiye	158.227	163.758	165.945	23.088	21.049
Yunanistan	12.936	17.836	17.424	1.932	2.165
Toplam	171.163	181.593	183.369	25.020	23.214

Romanya GES Yatırımları

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 tamamlanma derecesine ilişkin tablo aşağıdaki gibidir.

Proje Adı	İli	Güç (MWp)	Finansman Sekli	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	Özkaynak (%100)	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	Özkaynak (%100)	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	Özkaynak (%100)	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	Özkaynak (%100)	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	Özkaynak (%100)	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1		22,3%	

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. Şirket ayrıca RES projeleri için enerji nakil hattı ve şalt sahası projelendirmesi ve inşaatı hizmetleri ile enerji depolama sistemlerinin kurulması hizmetlerini de yerine getirmektedir. Ayrıca, Şirket'in imza aşamasında olan, türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere tam kapsamlı RES EPC hizmet vereceği bir projesi de bulunmaktadır. Dolayısıyla Şirket, yakın bir gelecekte RES yatırımcılarına türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere EPC hizmeti vermeye başlayacaktır.

EPC, terim olarak, Mühendislik, Tedarik ve İnşaat / Kurulum anlamına 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 yenilenebilir enerjisi santrali kurulum hizmetleri, santral devreye alımı, iletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik 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 mühendisliği gibi geniş bir hizmet yelpazesi sunarak müşterilerine kapsamlı bir destek sağlamaktadır.

Şirket'in EPC faaliyetlerinde üç ana hizmet konusu aşağıdaki gibidir:

- 1- GES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri
- 2- RES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri

3- Müstakil Depolama Tesislerinin Kurulması Kapsamında Sunulan EPC Hizmeti

Proje Geliştirme Faaliyetleri

1- GES Projeleri Kapsamında Sunulan EPC Hizmetleri

Şirket müşterilerine EPC hizmetini uçtan uca projenin geliştirilmesinden başlayarak santralin elektrik üretimine başlamasına kadar olan tüm süreci kapsayacak şekilde ve anahtar teslim olarak sunmaktadır. Bir güneş enerjisi santralının kurulumu ilk etapta “proje geliştirme” faaliyeti ile başlamaktadır. Bu aşamayı tamamlayabilen yatırımcılar ilgili diğer yasal yükümlülükleri yerine getirerek ve gerekli izinleri tamamlayarak santral kurulumu aşamasına geçebilmektedir.

Şirket, kuruluşundan itibaren EPC faaliyetlerini sadece güneş enerjisi santralının kurulum müteahhitliği olarak değerlendirmemiş; EPC faaliyetlerini her zaman “proje geliştirme” faaliyetleri ile bir bütün olarak değerlendirmiştir.

Bu kapsamda Şirket proje geliştirme kapsamında aşağıdaki hizmetleri yürütmektedir.

- Santral kurulumu için uygun arazilerin tespit edilmesi,
- Araziye TEDAŞ ya da ilgili dağıtım şirketi tarafından kapasite tahsis edilip edilmeyeceği konusunda gerekli analizlerin yapılması,
- Arazinin enerji nakil hatlarına mesafesi ile ilgili gerekli analizlerin yapılması ve kurulacak olan enerji nakil hattının uzunluğu ile trafo merkezine bağlantı maliyetinin santral yatırımının maliyetine etkisinin hesaplanması,
- Arazinin coğrafi yapısı ve arazi yapısının santralin üretim verimliliğine etkilerinin analizi,
- Arazinin yasal izinlerinin başlatılması/tamamlanması,
- Arazinin satın alınması, vb.

Şirket lisanssız GES’ler için proje geliştirme faaliyetlerinin yanı sıra lisanslı depolamalı GES’ler için de proje geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Lisanslı depolamalı GES’ler, lisanssız GES’lerdeki gibi yatırımcıların kendi elektrik tüketimlerine istinaden kurulan santraller olmadığından, Şirket lisanslı depolamalı GES’ler için proje geliştirme faaliyetlerini kendisi ve bağlı ortaklıkları üzerinden yürütmektedir.

Şirket yurt içinin yanında yurt dışında da GES projeleri için tam kapsamlı proje geliştirme hizmeti sunmaktadır. Şirket mevcut durumda bu hizmeti ağırlıklı olarak Romanya’da vermektedir. Masfen; Türkiye’de sunduğu hizmetin kapsamına paralel olarak yurt dışında da gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası gibi elektrik üretimine kadar olan tüm süreci yöneterek baştan uca EPC hizmeti sunmaktadır.

Şirket, EPC hizmeti kapsamında müşterilerine aşağıdaki belirtilen hususlarda da destek olmakta ve hizmet sunmaktadır.

Finansman Desteği

Şirket EPC hizmeti vermiş olduğu müşterilerine finansman temini konusunda da destek sunmaktadır. Şirket’in bu kapsamda bazı banka ve finansal kiralama şirketleri ile imzaladığı iş birliği sözleşmeleri bulunmaktadır. Şirket proje finansmanı konusunda uzman ekibi ile proje

için hazırlanan fizibilite ile finansman kuruluşları ile yatırımcı adına görüşmeler yapmakta ve yatırımcıların en uygun finansman kaynaklarına ulaşmasına yardımcı olmaktadır.

Bakım, Onarım, İzleme ve İşletme Hizmetleri

Şirket EPC hizmetleri kapsamında, GES tesislerine bakım, onarım, izleme ve işletme hizmetleri de sunmaktadır.

Şirket 2020 yılında kendi bünyesindeki çalışmaları neticesinde kendi tasarım ve üretimi olarak geliştirilen yazılım ve donanımına sahip güneş takip sistemi olan MasTrack sistemini hayata geçirmiştir. MasTrack sistemi, hava durumunu SCADA sistemi ile takip edebilen ve yön değişimini gerçekleştirerek GES tesislerinde %25'e kadar verim artışı elde edilebilen bir sistemdir. Hava durumu sensörleri yardımıyla rüzgâr, yağmur ve karlı hava durumlarını da takip edebilen MasTrack, solar panellere zarar verebilecek hava koşullarında fotovoltaiik modülleri koruma pozisyonuna alarak, GES güvenliğinin sağlanmasına yardımcı olmaktadır. Ayrıca güneş panellerinin üzerine düşen gölgeyi minimize ederek üretim verimliliğini artırmaktadır. MasTrack, GES tesislerinde ihtiyaç duyulabilecek tüm operasyonları SCADA sistemi üzerinden izlemeye ve gerektiğinde uzaktan manuel olarak kontrol etmeye imkân sağlamaktadır. Birbirinden farklı haberleşme metodolojilerini destekleyebilen MasTrack, saha koşullarına bağlı olarak en uygun olan yöntemin seçilebilmesini mümkün kılmaktadır. MasTrack'ın en önemli özelliklerinden bir diğeri ise kendi gücünü üretebilmesidir; dolayısıyla sistem santralde enerji olmadığı hallerde de çalışabilmekte ve santrali koruma pozisyonuna alabilmektedir.

Şirket 2020 yılında kendi bünyesinde geliştirmiş olduğu MasTrack sistemini Türkiye ve Avrupa'da gerçekleştirdiği yaklaşık 20 MWp büyüklüğündeki kendi santral kurulumlarında farklı sahalarda kullanmıştır.

Revizyon Hizmetleri

Şirket EPC hizmetlerinin yanı sıra halihazırda kurulu santrallere revizyon hizmeti de vermektedir. Şirket bu faaliyeti kapsamında, santrallerde üretimin artırılması amacıyla güç artışı yapılması, santral sistemlerinde üretim artırıcı ayarlamalar yapılması, taşıyıcı konstrüksiyon sisteminin dayanıklılığını artırıcı modifikasyonlar yapılması, kar yağışı, yüksek sıcaklık gibi üretim verimliliğine etki eden mevsimsel etkilere karşı tedbirler alınması gibi hizmetleri sunmaktadır. Şirket bağlı ortaklıkları aracılığıyla işlettiği ve kurulu olarak devraldığı tüm santrallerin revizyonunu kendisi gerçekleştirmiştir.

Enerji Nakil Hatları ve Şalt Sahaları

GES ve RES yatırımlarında enerji nakil hatları önemli bir yer tutmaktadır. Santraller halihazırda enerji nakil hattı olmayan arazilere kuruldukları için söz konusu santralin dağıtım şebekesine bağlanabilmesi için enerji nakil hattı kurularak santralin ilgili dağıtım şirketi tarafından belirlenen trafo merkezine bağlanması gerekmektedir. Şirket, GES'ler için gerçekleştirdiği EPC hizmeti kapsamında enerji nakil hatlarının kurulumu hizmetini de vermektedir. Bugüne kadar kurulumu gerçekleştirilen santrallerin birçoğunda enerji nakil hatlarının kurulumu da Şirket tarafından yapılmıştır. Bununla birlikte, Şirket, 2026 yılının başından itibaren gerçekleştirmeye başladığı RES EPC hizmeti kapsamında da halihazırda projelendirilmiş ve yapımı devam eden RES'lerin enerji nakil hattı, şalt sahaları ve enerji depolama sitemleri konusunda EPC hizmetleri vermektedir.

GES'ler için birbirine yakın lokasyonlarda kurulan santrallerin aynı trafo merkezlerine farklı enerji nakil hatları ile bağlanması GES yatırımlarında çeşitli zorluklara yol açmaktadır. GES

kurulumu tamamlanan bazı projeler enerji nakil hatlarını kuramadıkları için santrallerin devreye alınması gecikebilmektedir. Şirket bu hizmeti verirken yakın lokasyonlu ve aynı trafo merkezine bağlanacak santrallerin enerji nakil hatlarını bir araya getirerek toplu enerji nakil hatları inşa etmektedir. Enerji nakil hattı kurulumunu bu şekilde toplulaştırarak yapabilmek uzmanlık ve mühendislik gerektirmektedir. Bu sayede Şirket, GES projeleri ile birlikte RES projelerinde de santral kurulumu için EPC hizmeti vermediği bazı projelerin enerji nakil hattı ve şalt sahası kurulumunda da rol alabilmektedir. Ayrıca bu şekilde toplulaştırma yapılan enerji nakil hatları sayesinde yatırımcıların nakil hattı maliyetleri önemli ölçüde azalmaktadır.

Depolama Sistemi

Son dönemde enerji piyasalarında artan bir eğilim olarak ve dengesizlik maliyetlerinin azaltılması, önüne geçilmesi amaçlı bir yöntem olarak elektrik üretim santralleri depolamalı olarak projelendirilmekte ve gerekli izin ile ruhsat başvuruları depolamalı santrallere uygun olarak gerçekleştirilmektedir. Şirket, depolamalı sistemin ekipmanlarının montajının yapılması, depolama sisteminin santral ile eş zamanlı çalışacak şekilde projelendirilmesi hususlarında yatırımcılara destek olmaktadır.

Santral ve depolama sisteminin entegre çalıştığı bu modelde, TEİAŞ yük tevzi bilgi sistemi ile santrale TEİAŞ'tan gelen yük alma ve yük atma emirlerine bağlı olarak depolama sisteminin çalışma prensibi değişebilmektedir. Özellikle üretimin dış faktörlere bağlı olduğu GES ve RES'lerde şartların optimal ve enerji üretiminin oldukça yüksek olduğu "peak" saatlerde TEİAŞ'ın yük alma emri ile birlikte santralin ürettiği enerji boşa gitmemekte ve bataryayı şarj etmektedir. Üretimin ülke genelinde azaldığı saatlerde ise bataryadaki güç kullanılarak "yük atma" talimatı ile birlikte üretim gerçekleştirilmektedir.

EPC Faaliyetlerinde Uçtan Uca İş Akışı

Şirket'in EPC faaliyetleri kapsamında sunduğu hizmetlere ilişkin tüm iş akışı aşağıdaki gibi özetlenmektedir. Aşağıdaki iş akışı, ağırlıklı olarak arazi tipi GES kurulumlarına ilişkin olarak hazırlanmıştır. Çatı tipi GES kurulumları da aşağıdaki iş akışı ile paralellik göstermekle birlikte; çatı tipi GES kurulumlarında aşağıdaki aşamalardan bazıları bulunmamaktadır. Bu doğrultuda, aşağıda listelenen aşamalar, GES projelendirmeleri için geçerlidir.

1. Proje Geliştirme

- 1.1. Yer seçimi ve fizibilite çalışmaları
- 1.2. Uygun arazi tespiti ve kiralama/satın alma işlemleri
- 1.3. Güneş enerjisi potansiyeli analizi
- 1.4. Fizibilite raporlarının hazırlanması
- 1.5. Teknik ve ekonomik analiz
- 1.6. Teknik değerlendirmeler (toprak, iklim, ısınım ölçümleri)
- 1.7. Ekonomik analiz ve maliyet hesaplamaları

2. Finansman ve Yatırım

- 2.1. Proje finansmanı
- 2.2. Finansman kaynakları ve stratejileri
- 2.3. Banka kredileri, yatırım fonları ve hibe programları
- 2.4. Yatırımcı ilişkileri

- 2.5. Yatırımcı sunumları ve toplantılar
- 2.6. Yatırımcı sözleşmeleri ve hukuki işlemler
- 3. Tasarım ve Planlama**
 - 3.1. Mühendislik tasarımı
 - 3.2. Detaylı mühendislik tasarımları
 - 3.3. Panel yerleşim planları ve elektrik sistem tasarımları
 - 3.4. Proje yönetimi ve zaman çizelgesi
 - 3.5. Proje planlama ve yönetim süreçleri
 - 3.6. Zaman çizelgesi ve kritik yol analizleri
- 4. İzinler ve Onaylar**
 - 4.1. Çevresel Etki Değerlendirmesi (ÇED)
 - 4.2. ÇED raporunun hazırlanması ve onay süreçleri
 - 4.3. Yasal ve belediye izinleri
 - 4.4. İnşaat izinleri, bağlantı anlaşmaları ve belediye onayları
- 5. İnşaat ve Kurulum**
 - 5.1. Mühendislik ve tedarik aşamaları İnşaat ve kurulum aşamaları
 - 5.2. Kurulum süreci
- 6. Test ve Devreye Alma**
 - 6.1. Denetim ve kontroller
 - 6.2. Sistem testleri ve denetimler
 - 6.3. Güvenlik kontrolleri ve kalite denetimleri
 - 6.4. Devreye alma ve sertifikasyon
 - 6.5. Sistem devreye alma prosedürleri
 - 6.6. Kabul ve bağlantı izinleri
- 7. İşletme ve Bakım**
 - 7.1. Operasyon ve yönetim
 - 7.2. Santral işletme prosedürleri
 - 7.3. Performans izleme ve raporlama
 - 7.4. Bakım ve onarım
 - 7.5. Periyodik bakım programları
 - 7.6. Arıza yönetimi ve onarım hizmetleri
- 8. Sonuç ve Yatırım Getirisi**
 - 8.1. Proje değerlendirmesi
 - 8.2. Proje sonrası değerlendirme ve raporlama
 - 8.3. Çevresel ve ekonomik faydalar

8.4. Yatırımcılar için getiri analizi

8.5. Yatırım geri dönüş süresi ve getiri oranları

Şirket'in müşteri ile sözleşme imzasından sonra EPC faaliyetleri kapsamında yürüttüğü işlemlere ilişkin iş akışı diyagramı ve ilgili aşamaların detayları ise aşağıdaki gibidir:



Şirket'in "Proje Geliştirme" ve EPC hizmetlerini bir arada sunduğu "Masfen Modeli"

Proje geliştirme faaliyetini yatırımcılar kendileri yürütebilecekleri gibi bu hizmet sadece proje geliştirme hizmeti veren firmalar ya da az sayıda da olsa Şirket'in EPC faaliyetlerinde olduğu gibi, EPC hizmeti veren firmalar tarafından da yatırımcılara sunulabilmektedir.

GES yatırımcılarının neredeyse tamamının farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve ana faaliyetleri kapsamında tükettikleri elektriği karşılamak amacıyla santral kurma hedefi olan firmalar olduğu düşünüldüğünde GES yatırımının firmaların kendi uzmanlık alanı olmadığı anlaşılmaktadır. Dolayısıyla firmaların kendi yatırımları için proje geliştirebilmeleri oldukça zordur; hemen hemen tüm GES yatırımlarında yatırımcılar bu hizmet dışarıdan temin etmektedir. Bu noktada proje geliştirme hizmetinin sadece bu hizmeti veren firmalardan satın alınması ya da EPC hizmeti veren şirketlerden satın alınması alternatifleri ön plana çıkmaktadır.

Şirket'in de içlerinde olduğu az sayıda EPC firması hem EPC hizmeti hem de proje geliştirme faaliyetlerinde başarıya ulaşabilmektedir.

Şirket'in Proje Geliştirme ve EPC hizmetlerini bir arada sunarak sağladığı "Masfen Modeli"nin proje geliştirme ile ilgili piyasadaki alternatifler ile kıyaslaması aşağıdaki şekildedir:

- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalar "Çağrı Mektubu" sürecinin tamamlanması ile yatırımcıya verdiği hizmeti tamamlamış olmakta ve projenin yatırımcıya satışını gerçekleştirerek süreçten ayrılmaktadır. Oysaki çağrı mektubu aşamasından sonra enerji nakil hatlarının projelendirilmesi, santral kurulumuna başlamak için ilgili yasal izinlerin

alınması, projelerin onaylatılması, bağlantı anlaşmasının imzalanması ve benzeri birçok yasal süreç devam etmektedir. Şirket verdiği hizmet kapsamında tüm süreçleri müşterisi adına kendi uzman ekipleri ile tamamlamaktadır.

- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalardan hizmet alındığında “Çağrı Mektubu” aşamasında öngörülemeyen ve sonraki yasal süreçlerde karşılaşılan sorunlardan dolayı yatırımcısı tarafından proje geliştirme hizmeti satın alınmış ve bedeli ödenmiş olan bazı projeler hayata geçirilememektedir. Şirket verdiği hizmet kapsamında müşterilerinde sözleşme başlangıcından santral devreye alınıp elektrik üretimine başlayana kadar olan süreçte gerek sözleşmesel gerek finansal olarak gerekli teminatları sunmakta olup Şirket’in bugüne kadar tamamlamadığı herhangi bir projesi bulunmamaktadır.
- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalardan hizmet alındığında söz konusu firmaların santral kurulumu ve işletilmesi ile ilgili olarak çoğunlukla, Şirket’in sahip olduğu şekilde bir tecrübesi olmadığından, santral kurulumu esnasında arazi yapısı nedeniyle ekstra maliyetler ile ya da verimsiz santrallerle karşılaşılabilir. Şirket uzman kadroları ile santral kurulumu gerçekleştirilmesi planlanan arazilerde ilk etapta keşif yaparak arazi yapısı, verimlilik ve söz konusu arazinin enerji nakil hatlarına bağlanması ile ilgili çalışmaları tamamladıktan sonra bu arazi ile ilgili herhangi bir engel yoksa proje geliştirme faaliyetine devam etmektedir.
- Sadece proje geliştirme hizmeti sunan firmalar genellikle kısıtlı işletme sermayesi ile faaliyet göstermektedirler ve genellikle finansal yapıları yetersiz olduğu için arazilerin satın alımını gerçekleştiremeyip arazi sahibi ile yatırımcı arasında arazi alımına aracılık etmektedirler. Proje geliştirme faaliyetinde son aşamaya gelindiğinde arazi sahibi ile anlaşmazlık çıkması da sıklıkla karşılaşılan bir sorun olup sonrasında ilgili bölgede kapasite yetersizliğinden dolayı uygun başka bir arazi bulunamamakta ve proje geliştirme faaliyeti başarısızlıkla sonuçlanmaktadır. Şirket uygun arazilerin satın alınabilmesi için yeterli finansal güce sahip olduğundan söz konusu arazilerin büyük bir kısmını satın alarak proje geliştirme faaliyetlerine devam etmekte ve sonradan arazi sahibi ile anlaşmazlık çıkması riskini yatırımcı adına ortadan kaldırmaktadır. Bu kapsamda Şirket kendi uzman ekipleri ile son 2-3 yılda 3 milyon m²’den fazla arazi satın almış, yaklaşık 2 milyon m² arazinin müşterilerine devrini gerçekleştirmiş ve halihazırda stoklarında 1 milyon m²’den fazla arazi bulundurmaktadır.
- Şirket diğer EPC firmalarından farklı olarak verdiği hizmeti sadece güneş enerjisi santralinin inşasına yönelik bir müteahhitlik hizmeti olarak değil proje geliştirmenin ilk gününden başlayıp santralin devre girdiği günden itibaren bakımı, onarımı, işletilmesi ve verimliliğinin sürekli takibi ile devam eden uçtan uca bir mühendislik hizmeti olarak değerlendirmektedir. Bu sebeple Şirket bünyesinde sürekli 30’a yakın uzman mühendis çalışmaktadır. Ayrıca Masfen’in kendisine ait gerek Türkiye’nin çeşitli coğrafi bölgelerinde 10’dan fazla ile yayılmış 105 MWp’den fazla, gerek yurtdışında 11 MWp’den fazla santralini kendisi işletiyor olması, müşterileri nezdinde diğer EPC firmalarından ayrışmasını ve güven teşkil etmesini sağlamaktadır.

Son yıllarda GES sektörüne artan ilgiye karşılık hat kapasitelerinin sınırlı olması proje geliştirme faaliyetlerinde rekabeti arttırmıştır. GES başvurularının elektrik tüketimi olan GES yatırımcısı adına yapılması gerekmektedir. Dolayısıyla herhangi bir proje geliştirme faaliyeti kapsamında geliştirilen proje için hızlı bir şekilde başvuru yapılamaması durumunda takip eden aylarda ilgili bölgedeki kapasite dolabilmekte ve proje geliştirme faaliyeti başarısızlıkla sonuçlanabilmektedir. Şirket kurulduğu günden bugüne “butik hizmet” anlayışı ile çalışmakta olup, yaptığı işlerin tutar ya da miktar olarak büyüklüğünden ziyade müşteri memnuniyetine

önem vermiştir. Bu sayede müşterilerine ikinci, üçüncü kez (ya da daha fazla) hizmet vermeyi başarabilmiştir. Bu başarısı Şirket'e, geliştirdiği projeleri hızlı bir şekilde yatırımcı ile buluşturma imkânı sağlamış ve Şirket bugüne kadar geliştirdiği tüm projeleri ilgili kapasite dolmadan hayata geçirebilmiştir.

Şirket santral kurulumu gerçekleştirdiği müşterilerinden sözleşme kapsamında kurulacak olan GES ile ilgili yasal izinler çıktığında avans ödemesi almaktadır. Kalan kısmı ise konstrüksiyon montajının tamamlanması, panel montajının tamamlanması, santralin kabule hazır hale gelmesi ve santralin kabulünün yapılması gibi aşamalarda hak ediş usulünde peşin olarak tahsil etmektedir.

2- Şirket'in RES Projeleri Kapsamında Sunduğu EPC Hizmetleri

Şirket, 2026 yılının başından itibaren RES yatırımcılarına da EPC hizmeti sunmaya başlamıştır. Rapor tarihi itibarıyla RES projelerinde sunulan hizmet kapsamı, GES projelerinden farklıdır. Şirket, mevcut durum itibarıyla, RES projeleri için enerji nakil hattı, şalt sahası ve enerji depolama sitemlerinin planlaması, projelendirilmesi, tedariki, mühendislik ve inşaat işlerinin yerine getirilmesi hizmetlerini sağlamaktadır.

Şirket, GES projelerinden edindiği önemli tecrübe doğrultusunda, projelendirme ve inşası devam eden santrallerin şebeke entegrasyonunu ve enerji depolama sitemlerinin entegrasyonunu mevzuata uygun şekilde yürütmeyi RES yatırımcılarına taahhüt etmekte ve Şirket, GES'lerden elde etmiş olduğu tecrübesini RES yatırımcılarıyla olan süreçlerine de aktarmaktadır.

Enerji nakil hatları, şalt sahaları ve enerji depolama sitemleri bakımından proje hazırlanması, malzeme temini, lojistik, inşaat ve kabul süreçlerinde aktif rol almakta; ayrıca üçüncü kişilere ait taşınmazlarda kamulaştırma ve arazi etütleri süreçlerinde idari merciler nezdinde destek sunmaktadır.

Şirket, bu kapsamda akdettiği sözleşmelerde belirlenen terminlerin tamamlanmasına bağlı olarak hakedişlerine hak kazanmakta ve ilgili aşamanın tamamlanmasıyla hakedişini tahsil etmektedir.

Şirket'in imza aşamasında olan, türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu da dahil olmak üzere tam anlamıyla RES EPC hizmet vereceği bir projesi de bulunmaktadır. Dolayısıyla Şirket, yakın bir gelecekte RES yatırımcılarına GES projelerinde sunduğu gibi tam kapsamlı EPC hizmeti vermeye başlayacaktır.

3- Müstakil Depolama Tesisi Projeleri (BESS - Battery Energy Storage System)

Müstakil depolama tesisi, doğrudan ulusal elektrik şebekesine bağlı olan, herhangi bir üretim veya tüketim tesisiyle fiziksel bütünlüğü bulunmayan, elektriği depolayıp ihtiyaç anında sisteme geri veren bağımsız tesislerdir. Bu tesisler şebeke esnekliğini artırarak, yenilenebilir enerji kaynaklarını desteklemekte ve arbitraj (fiyat farkından yararlanma) yoluyla gelir elde etmektedir. Şirket mevcut durumda Romanya'da, bu tesislerin kurulması ve faaliyete geçmesi kapsamında baştan uca anahtar teslim EPC projeleri sunmaktadır. Şirket bu kapsamda müşterilerine gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası, şebekeye bağlantısı gibi faaliyet başlangıcına kadar olan tüm süreci yöneterek tam kapsamlı hizmet sunmaktadır.

Şirket'in Tamamladığı EPC Projeleri

Şirket ilk EPC projesini 2015 yılının Aralık ayında tamamlamıştır. Şirket kurulduğu 27.05.2014 tarihinden itibaren 31.03.2026 tarihine kadar yurt içinde ve yurt dışında, Şirket ve diğer üretim

firmaları tarafından işletilen GES'ler de dahil olmak üzere, toplam 611,1 MWp büyüklüğünde GES tesisinin kurulumunu ve revizyonunu tamamlamıştır.

Yukarıda detaylı şekilde açıklandığı üzere Şirket'in stratejisi proje geliştirme faaliyetleri ile birlikte EPC hizmeti sunmaktır. Çatı tipi GES kurulumları proje geliştirme faaliyeti kapsamına girmediği için Şirket ağırlıklı olarak arazi tipi GES kurulumu alanında hizmet vermektedir. Şirket'in 31.03.2026 tarihine kadar kurulumunu ve revizyonunu tamamladığı 611,1 MWp projenin; 52,48 MWp kısmı çatı tipi GES, 0,40 MWp kısmı depolamalı GES ve 558,1 MWp kısmı ise arazi tipi GES'lerden oluşmaktadır.

Şirket 2021 yılı sonuna kadar EPC faaliyeti göstermekle birlikte daha çok kendi güneş enerjisi santrallerinin yatırımlarına odaklanmıştır. Şirket 2023 yılı itibarıyla kendisine ait 117,04 MW güneş enerjisi santrali kurulu gücüne ulaşarak yatırım hedeflerini gerçekleştirmiş ve 2021 yılında sektördeki gelişmeleri de değerlendirerek EPC hizmetlerinde büyüme hedefi ile EPC faaliyetlerine ağırlık vermiştir.

Dönem	EPC Proje Gücü (MWp)		Revizyon Proje Gücü (MWp)	Toplam Proje Gücü (MWp)
	Yatırımcılar için Kurulumu Gerçekleştirilen GES'ler	Şirket ve Bağlı Ortaklıkları için Kurulumu Gerçekleştirilen GES'ler		
2015	2,7	0,0	0,0	2,7
2016	22,5	0,0	0,0	22,5
2017	26,7	1,2	0,0	27,9
2018	26,2	5,8	0,0	32,0
2019	12,8	4,3	0,0	17,1
2020	4,0	3,1	14,2	21,3
2021	19,4	28,9	0,0	48,3
2022	70,5	6,2	31,7	108,4
2023	114,6	0,0	21,7	136,3
2024	122,7	0,0	0,0	122,7
2025	58,9	0,0	0,0	38,8
31.03.2026	13,17	0,00	0,00	13,2
TOPLAM	494,06	49,52	67,52	611,1

GES EPC Proje Gücü		MWp
Arazi		558,1
Çatı		52,5
Depolamalı		0,4
Toplam		611,1

Şirket'in Devam Eden EPC Projeleri

Şirket'in 31.03.2026 tarihinden işbu rapor tarihine kadar kurulumu tamamladığı ve kurulumuna devam ettiği GES projelerinin 65,1 MWp'i Romanya'da kendi adına (elektrik üretim faaliyetleri gerçekleştirmek için), 333,9 MWp'i ise diğer müşteriler için geliştirdiği projeler olmak üzere toplamda 399,0 MWp'dir. RES (enerji nakil hattı, şalt sahası ve depolama işleri) projelerinin büyüklüğü ise 108,0 MWp'dir.

Proje Gücü (GES ve RES)	MWp
Türkiye	412,9
GES	304,9
RES	108,0
Romanya	80,1
GES	80,1
Kendi Adına	65,1
Müşteriler İçin	15,0
Maldivler	3,8
GES	3,8
Toplam	496,8
GES	388,8
RES	108,0

Masfen'in devam eden BESS projelerinin toplam büyüklüğü ise 330,0 MWh'dir. Şirket, bu projelerin satışı için Türkiye'de daha önce çalıştığı ve GES projelerini tamamladığı müşterileriyle imza aşamasındadır. Mevcut durum itibarıyla bu projelerin tüm hakları Masfen'e aittir. Dolayısıyla BESS projeleri tamamlandıktan sonra bu tesisleri Masfen işletebilecek ve gelir elde edebilecektir. Bu nedenle sözleşmelerin imza sürecinden bağımsız olarak bu projelerin yatırım süreci devam etmekte, Masfen bu projeleri tamamladıktan ve faaliyete aldıktan sonra satışı gerçekleşene kadar müstakil depolama merkezlerinden arbitraj işlemi gerçekleştirerek gelir elde edebilecektir.

Proje Gücü (BESS)	MWh
Romanya	330,0
BESS	330,0

İşletme, bakım, onarım

Şirket, kurduğu santrallerde bakım onarım hizmeti vermektedir. Şirket'in gerek yurtiçinde gerekse yurtdışında kendi yatırımı olan 117,04 MWp Santral'in bakım, onarım ve sürekli izleme işlemlerinin ve EPC hizmeti verdiği müşterilerinin bakım onarım hizmetleri, Şirket'in kendi uzman personeli tarafından yürütülmektedir.

2023 yılı itibarıyla artan iş hacminden dolayı Şirket, işletme departmanındaki personel sayısını artırma kararı almıştır ve güncel durumda ilgili departmanın personel sayısı toplam 26 kişiye ulaşmıştır; bu personellerden 10'u mühendis, 12'si de tekniker olmak üzere konularında uzman kişilerden oluşmaktadır.

Şirket söz konusu organizasyonu 13 farklı ilde kurarak bakım & onarım açısından Türkiye'nin birçok noktasına hızlı erişim sağlayabilecek ve anlık müdahalede bulunabilecek bir hizmet ağı kurmuştur. Ayrıca Şirket, bu hizmeti sunabilmek için sofistike bir bilgi işlem alt yapısına sahip olup hem hizmet verdiği santrallerin hem kendi santrallerinin eş zamanlı olarak üretimlerini izleyebilme ve anlık olarak arızalarını uzaktan tespit edebilme yeteneğine sahiptir.

Şirket bu hizmet konusunda önemli bir bilgi birikimine sahip olmuş ve 2023 yılında mevcut hizmet ağını kullanarak EPC hizmeti verdiği müşterilerine anlık ve sürekli izleme, bakım, onarım ve işletme hizmetleri sunma kararı almıştır. Bu kapsamında Şirket kurulumunu gerçekleştirdiği 143,5 MWp gücündeki santrale aylık olarak izleme, bakım ve onarım hizmeti vermektedir.

3.4. Finansal Tablolar

3.4.1. Bilanço

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 be

lirlemiştir. Grup'un finansal tabloları sunum para birimi "Türk Lirası" (TL)'dir. TMS 21 kapsamında Amerikan Doları (USD) olarak hazırlanan finansal tablolar TL'ye çevrilmiştir.

Bilanço - TL	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
VARLIKLAR				
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 ilgili 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
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
Ertelenmiş vergi varlığı	-	-	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	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 işlemlerinden 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	153.695.908	149.371.533
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 ilişkin 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 işlemlerinden borçlar	12.154.120	13.379.736	18.717.401	107.212.736
Diğer borçlar	-	-	-	-
İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	-	-
Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin 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
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	2.539.604.971	5.469.549.962	8.577.138.322	9.235.306.507
Ödenmiş sermaye	500.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(208.190.796)	(208.190.796)	(208.190.796)	(208.190.796)
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler / (giderler)	1.028.688.632	1.703.993.858	3.022.339.919	3.346.599.592
Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları (kayıpları)	(589.636)	(1.532.008)	(1.613.287)	(2.148.526)
Tanıml. fayda planl.yen.ölçüm kazançl./(kayıpları)	(589.636)	(1.532.008)	(1.613.287)	(2.148.526)
Yabancı para çevrim farkları	1.029.278.268	1.705.525.866	3.023.953.206	3.348.748.118
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	-	-	723.407	723.407
Geçmiş yıl karları /zararları	393.337.294	1.219.107.135	3.472.711.196	5.262.265.792
Net dönem karı	825.769.841	2.254.639.765	1.789.554.596	333.908.512
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	32.869.673	43.255.765	58.793.984	62.232.100
TOPLAM KAYNAKLAR	4.872.399.556	7.310.914.815	11.431.357.783	12.397.895.041

3.4.2. Gelir Tablosu

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.

Gelir Tablosu - TL	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
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 faal. diğer gelirler	247.406.573	604.013.237	404.812.188	112.236.078	105.933.242
Esas faal. diğer giderler	(155.929.919)	(550.269.288)	(474.429.964)	(101.496.127)	(103.998.144)
Esas faaliyet karı / (zararı)	1.048.406.505	2.220.647.723	1.554.379.962	136.079.599	268.468.465
Yatırım faal. gelirler	177.145.023	806.316.734	1.450.815.608	292.274.027	409.354.916
Yatırım faal. etlerinden giderler	(99.097.064)	(218.345.130)	(597.305.271)	(177.713.284)	(147.137.176)
Finans. gelir /(gideri)	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)
Sürd. Faal.vergi önc. kar/(zarar)	1.066.805.449	2.833.132.760	2.335.147.503	232.502.907	509.084.918
Sürd. Faal.Vergi gelir /(gideri)	(238.647.844)	(574.904.166)	(539.825.318)	(86.686.375)	(173.889.349)
- Dönem vergi gideri	(22.330.374)	(355.761.493)	(368.366.793)	(34.634.870)	(94.801.427)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	(216.317.470)	(219.142.673)	(171.458.525)	(52.051.505)	(79.087.922)
Sürd. Faal. Dönem karı / (zararı)	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569
DÖNEM KARI / (ZARARI)	828.157.605	2.258.228.594	1.795.322.185	145.816.532	335.195.569
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.387.764	3.588.829	5.767.589	(163.259)	1.287.057
Ana Ortaklık Dönem Karı	825.769.841	2.254.639.765	1.789.554.596	145.979.791	333.908.512

4. Sektörel Bilgiler

Türkiye Elektrik Piyasası

Türkiye elektrik piyasası değer zinciri 5 ana başlık altında incelenebilir.



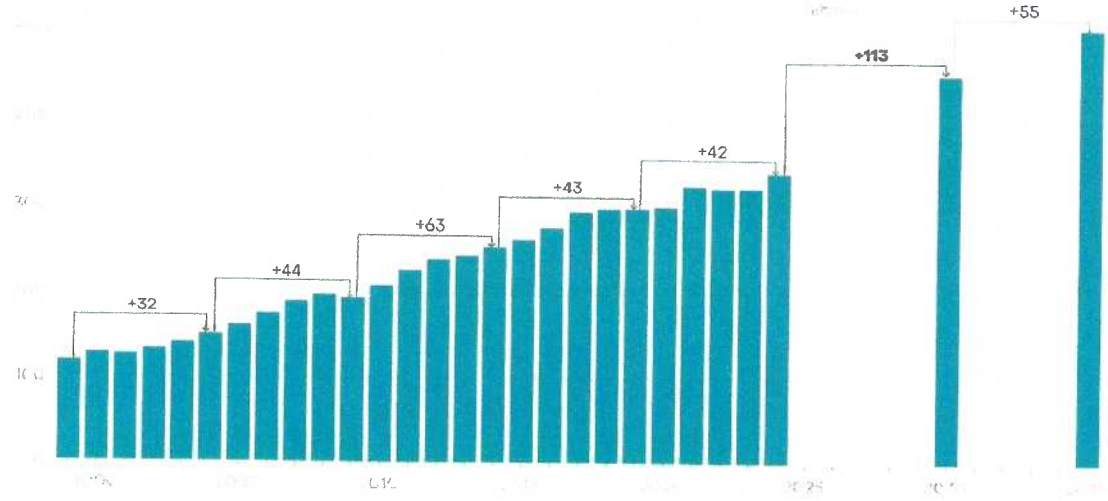
Kaynak: PWC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış, <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasına-genel-bakis-2023.pdf>

Piyananın üretim segmentinde hem özel santraller hem de EÜAŞ yoluyla kamu etkin bir rol oynamaktadır. Geçtiğimiz yıllarda kamunun üretim sektöründeki payı kademeli olarak azalmıştır. İletim sektöründe bir kamu kuruluşu olan TEİAŞ belirleyici konumdadır ve bu kurumun hisselerinin bir kısmını özelleştirilmesi için bir hedef konmuş olsa da öngörülebilir gelecekte bu segmentin kamu kontrolü altında kalacağı düşünülmektedir. Toptan satış piyasasında hem özel sektör katılımcıları hem de EÜAŞ aktif bir rol oynamaktadır. Dağıtım sektörü, yukarıda da belirtildiği üzere mevcut durumda tamamen özelleştirilmiştir. Perakende sektöründe ise görevli tedarikçiler ile özel sektör katılımcıları rol almaktadır.

Türkiye Elektrik Talebi

Türkiye’de uzun yıllar boyunca elektrik talep artışı yıllık birleşik %6,32 olarak ölçülmüş olup dönemsel kırılımlara bakıldığında 2009-2024 arasında %3,9 oranında, son on yıllık dönemde ise %2,98 olarak ölçülmüştür. Çeşitli faktörler ele alındığında ise 2045’e kadar, yıllık talep artışının %3,73 oranında seyredeceği tahmin edilmiştir. Bunu destekler nitelikte olarak, Türkiye’nin COP29’da ilan ettiği yeni iklim planına göre 2030 yılına kadar elektrik talebinin 113 TWh artacağı hesaplanmış olup bu tutar, 2019-2024 yılları arasındaki artışın üç katı olarak ölçülmektedir. Türkiye’de nüfus artışı dahil çeşitli faktörlerdeki yavaşlama, elektrik talebine olan ivmeyi azaltsa da yakın dönemde elektrik talebinde herhangi bir azalma olması beklenmemektedir.

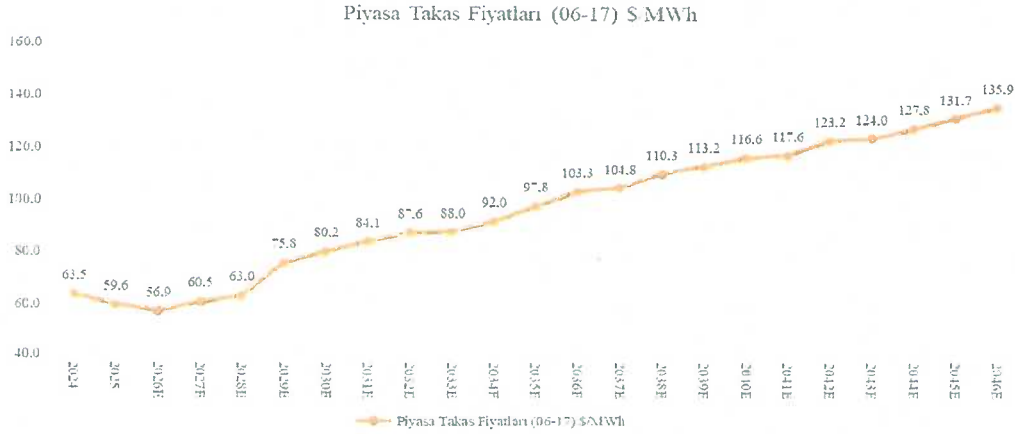
Türkiye'de elektrik talebi (TWh)



(Kaynak: <https://ember-energy.org/tr/analizler/turkiye-elektrik-gorunumu-2025/talep/>)

Elektrik Fiyatları

Modus tarafından hazırlanan Türkiye Elektrik Piyasası Raporu'na göre 2025-2046 yılları 06.00 – 17.00 saatlerinde ortalama elektrik fiyatlarının yıllık bileşik büyüme oranının %4,0 olacağı 2046 yılında 135,9 \$/MWh seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

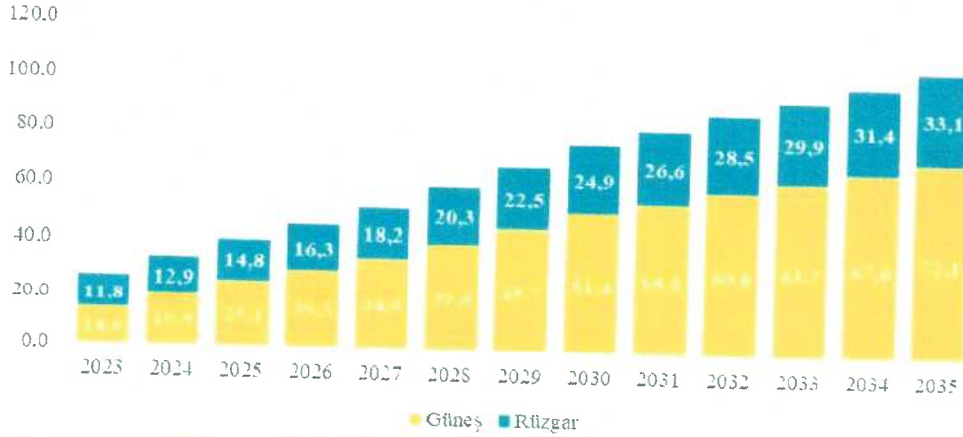


Modus Türkiye Elektrik Piyasası 2026 – 2046 Sektör Raporu

Kurulu Güç

Modus tarafından hazırlanan Türkiye Elektrik Piyasası Raporu'na göre GES ve RES kurulu güç 2035 yılına kadar kurulu güç tahminleri aşağıda yer almaktadır. 2025 – 2035 yılları arasında ortalama her yıl 4 GW yeni GES, 1,8 GW yeni RES kapasitesinin eklenmesi beklenmektedir. T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Ekim 2024'te gerçekleştirdiği sunum ile Yenilenebilir Enerjide 2035 hedeflerini açıklamıştır. Bu sunuma göre 2035 yılında RES ve GES toplam kurulu gücünün 120 GW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Bu tahmin 2026-2035 döneminde RES ve GES toplam kapasitesinde her yıl ortalama 8 GW artışı işaret etmektedir.

Kurulu Güç GW

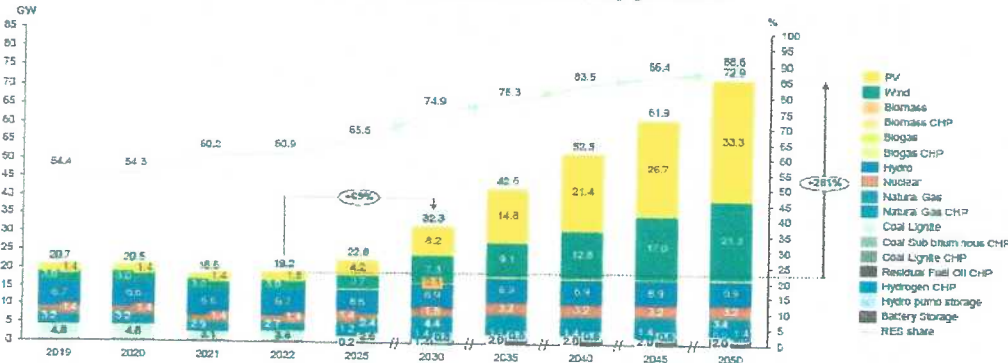


Kaynak: Modus Türkiye Elektrik Piyasası 2026 – 2046 Sektör Raporu

Romanya

2024 Ekim'de yayımlanan edilen Romanya Entegre Ulusal Enerji ve İklim Planı 2025-2030 güncellemesine göre Romanya'nın, 2030 yılında 8,2 GW kapasiteye ulaşmayı hedeflediği belirtilmektedir¹. Gerçekleştirilen hızlı yatırımlar neticesinde 2024 yılında 1,7² GW 2025 yılında 2,2 GW kapasite eklenmiş ve toplam GES kapasitesi 7,0³ GW seviyesine yükselmiştir. Romanya GES kurulu gücünün 2030 yılında 24,0⁴ GW seviyesine çıkabileceğine ilişkin tahminler bulunmaktadır. Yapılan yenilenebilir enerji yatırımları neticesinde BESS kapasitesi ihtiyacının da artması beklenmektedir.

Figure 31. Indicative objective for the installed capacity for electricity generation



Source: 2019-2021 Energy balance EUROSTAT, 2025-2050 LEAP-RO model

Note: Starting from 2036, all natural gas plants will switch to use at least 50% of renewable and/or low-carbon gaseous fuels (including green gases) which will lead to additional "RES" capacities and GHG emission level reduction. In the above graphs, after 2035, by natural gas one means natural gas, biomethane and renewable hydrogen.

¹ https://commission.europa.eu/document/download/75df0ac2-ccf9-4212-89ac-2a603bd43e36_en?filename=RO_FINAL%20UPDATED%20NECP%202021-2030%20%28English%29.pdf

² <https://www.pv-magazine.com/2025/01/31/romania-2024-solar-additions-hit-1-7-gw/>

³ <https://www.pv-magazine.com/2026/01/14/romania-installs-2-2-gw-of-solar-in-2025/>

⁴ <https://www.solarglobal.ro/en/romania-devine-lider-european-in-energia-solara/>

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerleme yaklaşımı mevcuttur.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

Masfen Enerji pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerleme yaklaşımının belirlenmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda Masfen Enerji'nin bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

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. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerleme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi"dir. Şirketin GES yatırımları ile elektrik üretimi; mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) faaliyetlerinde bulunması sebebiyle Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Masfen Enerji ile

benzerlik taşıyan şirketler bulunmaktadır. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi'nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin ticari hayatlarının hangi evresinde olduklarını, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; Masfen Enerji'nin pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS'nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı'na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun ("Net Borç" = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına ("FAVÖK") bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç'unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına ("Hasılat") bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına ("Kazanç" veya "Net Dönem Karı" veya "Ana Ortaklık Net Dönem Karı") bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

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. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli “finansal borçlar”dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

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.

6. Değerleme

6.1. 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.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi’nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç – Nakit Pozisyonu

Net Borç- Milyon TL*	2023	2024	2025	2026/03
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.281	2.443	4.408	4.575
Finansal Yatırımlar	31	98	73	0
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	1	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	82	554	666	690
Varlıklar	1.393	3.095	5.148	5.265
Kısa Vadeli Borçlanmalar	148	5	58	45
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	270	205	191	148
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	35	6	8	9
Bağlı Ortaklık Edinimine İlişkin Ödenecek Satın Alım Bedelleri	-	-	135	113
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	20	149	29	41
Uzun Vadeli Borçlanmalar	498	224	346	430
İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	-	-	-
Yükümlülükler	971	590	767	785
Net Borç (Nakit)	(422)	(2.506)	(4.381)	(4.480)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

6.1.1.2. FAVÖK

Masfen Enerji'nin Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK tutarı aşağıda yer almaktadır.

FAVÖK - Milyon TL*	2023	2024	2025	2025/03	2026/03	2026/03*
Net Satışlar	2.813	4.381	3.858	401	1.207	4.665
SMM	(1.825)	(2.159)	(2.165)	(261)	(916)	(2.819)
Brüt Kar	988	2.222	1.693	139	292	1.845
Genel Yönetim Giderleri	(30)	(55)	(67)	(13)	(24)	(79)
Pazarlama, Giderleri (-)	(1)	-	(2)	(1)	(1)	(2)
Esas Faal. Diğer Gelirler	247	604	405	112	106	399
Esas Faal. Diğer Giderler (-)	(156)	(550)	(474)	(101)	(104)	(477)
Esas Faaliyet Karı	1.048	2.221	1.554	136	268	1.687
Amortisman	86	139	173	40	56	190
FAVÖK	1.134	2.359	1.727	176	325	1.877
FAVÖK Marjı	40,3%	53,9%	44,8%	43,9%	26,9%	40,2%

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

*Son 12 aylık 01.01.2025 – 31.12.2025 (2025/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2025 – 31.03.2025 (2025/03)" dönemine ait tutarlar çıkarılmış ve "01.01.2026 - 31.03.2026 (2026/03)" dönemine ait tutar eklenmiştir

Not: Tabloda hesaplanan ve çarpan değerlemesinde kullanılan FAVÖK tutarının içerisinde Masfen'in %90 pay sahibi olduğu toplamda 11,0 MWp kurulu güce sahip 6 bağlı ortaklığının elektrik satışlarından elde ettiği gelirler de yer almaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla bu bağlı ortaklıkların Masfen'in konsolide ciro içerisindeki ortalama payı yaklaşık %2,1 seviyesindedir.

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

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.

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.

6.1.2.1. 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.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Sektör Şirketleri	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Anel Elektrik	29.150	1.941	31.091	-1.594	A-10
Orge Enerji	9.728	-188	9.540	2.236	4,3
Birleşim Mühendislik	4.155	554	4.709	566	8,3
Girişim Elektrik	37.973	4.578	42.551	4.977	8,5
Üçay Mühendislik	8.127	-775	7.352	735	10,0
Kontrolmatik Teknoloji	6.487	13.049	19.536	1.575	12,4
Ekos Teknoloji	8.635	326	8.961	-16	A-10
Europower Enerji	64.119	2.510	66.629	3.620	18,4
Yeo Teknoloji Enerji	38.340	6.689	45.029	4.136	10,9
Naturel Yenilenebilir Enerji	5.693	7.871	13.564	320	42,3
Esenboğa Elektrik Üretim	7.171	7.821	14.992	598	25,1
Margun Enerji	108.324	7.811	116.135	660	176,1
Ecogreen Enerji	22.345	8.256	30.601	1.997	15,3
Cw Enerji Mühendislik	42.700	8.070	50.770	4.239	12,0
Smart Güneş Enerjisi	23.120	10.536	33.657	2.204	15,3
Galata Wind Enerji	14.645	1.593	16.238	2.658	6,1
Aksu Enerji	2.402	0	2.403	22	111,1
Ayen Enerji	10.712	6.413	17.124	2.412	7,1
Aydem Yenilenebilir Enerji	18.429	22.054	40.482	5.451	7,4
Biotrend Çevre	9.115	5.734	14.849	270	55,1
Consus Enerji İşletmeciliği ve	2.167	3.913	6.080	468	13,0
Hun Yenilenebilir Enerji	3.820	1.918	5.738	732	7,8
Akfen Yenilenebilir Enerji	28.919	11.367	40.285	5.075	7,9
Tatlıpınar Enerji Üretim	16.639	6.973	23.613	1.660	14,2
Mogan Enerji Yatırım Holding	34.088	30.095	64.184	7.685	8,4
Ic Enterra Yenilenebilir Enerji	20.486	11.619	32.105	3.482	9,2
Lydia Yeşil Enerji	25.908	-25	25.882	-37	A-10
Birleşim Grup Enerji	47.285	3.185	50.470	762	66,3
Enda Enerji Holding	8.123	-1.478	6.645	619	10,7
A1 Yenilenebilir Enerji	1.914	299	2.213	256	8,6
Arf Bio Yenilenebilir Enerji	5.372	-462	4.909	89	55,0
Pamel Elektrik	2.873	-4	2.869	39	73,3
Best Brands Grup Enerji	7.114	-294	6.821	185	36,9
Medyan					9,6

Kaynak: Rasyonet, 22.06.2026

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.2.2. 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. Bu firmalara ilişkin finansal veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Sektör Şirketleri	Ülke	PD - mn USD	Faaliyet Konusu
Pekat Group Bhd	Malezya	261	Şirket, güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Energyvision Nv	Belçika	996	Şirket, konutlara yönelik güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu ve bu sistemlerden elektrik üretimi hizmetlerini sunmaktadır. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Altea Green Power Spa	İtalya	147	Şirket, yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve RES ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Ameresco Inc	Amerika	1.532	Şirket, enerji verimliliği ve yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi ve kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve biyogaz ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Northern Solar Holdings Bhd	Malezya	57	Şirket, güneş enerjisi projelerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Solarvest Holdings Bhd	Malezya	650	Şirket, ticari ve endüstriyel güneş enerjisi projelerinin kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
West Holdings Corp	Japonya	641	Şirket, güneş enerjisi santrallerinin geliştirilmesi ve kurulumu faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Cox Energy America Sab De Cv	Meksika	399	Şirket, güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Hd Renewable Energy Co Ltd	Tayvan	369	Şirket, güneş enerjisi santrallerinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte olup güneş enerjisi projeleri geliştirmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Ina Energy Corp	Tayvan	141	Şirket, güneş enerjisi santrallerinden elektrik üretimi gerçekleştirmekte olup güneş projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
J&V Energy Technology Co Ltd	Tayvan	337	Şirket, güneş enerjisi sistemlerinin kurulumu ile elektrik üretimi faaliyetlerini birlikte yürütmektedir. GES'ler ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
Pne Ag	Almanya	990	Şirket, yenilenebilir enerji projelerinin geliştirilmesi faaliyetlerini yürütmektedir. GES ve RES ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.

Sektör Şirketleri	PD - mn USD	PD	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK
Yerel Para						
Pekat Group Bhd	261	1.162	112	1.273	80	16,0
Energyvision Nv	996	870	92	962	39	25,0
Altea Green Power Spa	147	129	3	132	8	16,9
Ameresco Inc	1.532	1.532	1.855	3.387	235	14,4
Northern Solar Holdings	57	253	-32	221	21	10,3
Solarvest Holdings Bhd	650	2.896	-54	2.842	130	21,9
West Holdings Corp	641	103.562	51.633	155.195	11.490	13,5
Cox Energy America Sab	399	348	77	425	89	4,8
Hd Renewable Energy	369	11.669	13.208	24.877	1.396	17,8
Ina Energy Corp	141	4.464	7.760	12.224	846	14,4
J&V Energy Technology	337	10.654	5.066	15.721	562	28,0
Pne Ag	990	864	749	1.613	81	19,9
Medyan						16,4

Kaynak: Rasyonet, 22.06.2026

Çarpan olarak hesaplanan sayıların küsuratı bulunmaktadır ve gösterim kolaylığı açısından virgülden sonra birinci veya ikinci basamağa kadar yuvarlanmıştır.

6.1.2.3. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

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	milyon TL
Son 12 Ay FAVÖK	1.877
Net Finansal Borç (Nakit)	(4.480)

Benzer Şirket Grubu - Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt içi	60,0%	9,6x	22.517
Yurt Dışı	40,0%	16,4x	35.271
FD/FAVÖK	100,0%		27.619

Çarpan Analizi Yöntemi - Sonuç - Milyon TL	Ağırlık	Şirket Değeri
FD/FAVÖK	100,0%	27.619
Çarpan Analizi Yöntemi - Mn TL	100,0%	27.619

6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

6.2.1. Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Bu Rapor'un 1 numaralı bölümünün Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar alt başlığında yer alan hususlara ek olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nde yer alan; geçmiş finansal veriler, bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolardan, üretim ve satışlarla ilgili olarak oluşturulan; miktar, fiyat, gelir, gider, işletme sermayesi ve gelecek dönemlerde yapılması öngörülen yatırım harcamalarına ilişkin projeksiyonlar ("Projeksiyonlar") Şirket yetkilileri tarafından sağlanmıştır.

Deniz Yatırım söz konusu Projeksiyonların değerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemiyle tespit edilmesi kapsamında; Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti'ni hesaplamış ve buna göre yapılan indirgeme ile 31.03.2026 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolara göre belirlenen Net Finansal Borç ve Net Varlık Değeri'ni de dikkate alarak Şirket Değeri'ne ulaşmıştır.

6.2.2. Projeksiyonlarda Kullanılan Para Birimi

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. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satım konu olan ürünler yüksek ağırlıklı olarak döviz ve/veya döviz bazlı (ABD Doları "USD") olarak fiyatlanmaktadır. Şirket'in gider kalemlerinin fiyatlamaları da yüksek ağırlıklı olarak USD cinsinden veya USD bazlı olarak gerçekleştirilmektedir. Bu sebeplerle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD Doları cinsindendir.

Şirket'in 31.12.2023, 31.12.2024, 31.12.2025 ve 31.03.2026 tarihli Bilanço kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde dönem sonu Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Alış kuru, 2023, 2024, 2025, 2025/03 ve 2026/03 tarihli Gelir Tablosu kalemlerinin ABD Doları'na çevrilmesinde yıllık ortalama Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası Döviz Alış kuru baz alınmıştır. Kullanılan kurlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

USD/TRY Tahmin	2023	2024	2025	2025/03	2026/03
ABD\$ /TRY Dönem Sonu	29,44	35,28	42,85	37,77	44,40
ABD\$/TRY Ortalama	23,89	32,82	39,51	36,20	43,60

6.2.3. Makroekonomik Varsayımlar

İNA değerlemesi için kullanılan makroekonomik verilerin tahmini için 2025 – 2068 yılları için Deniz Yatırım öngörülleri kullanılmıştır. ABD\$/TL, Euro/ABD\$ paritesi projeksiyonunda 2025 – 2068 yılları arasında Türkiye, ABD ve Euro bölgesi için öngörülen enflasyonları üzerinden hesaplama yapılarak tahmin edilmiştir.

ABD Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	2,7%	3,8%	3,0%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,7%	3,8%
Ortalama	2,7%	3,5%	2,5%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,7%	3,5%
TL Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	30,9%	29,1%	21,1%	15,0%	12,0%	11,0%	11,0%	10,0%	10,0%	30,9%	29,1%
Ortalama	34,9%	30,6%	21,2%	17,7%	13,3%	11,4%	11,0%	10,4%	10,0%	34,9%	30,6%
Euro Enf Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Yıl sonu	2,0%	3,0%	2,1%	2,2%	2,0%	2,1%	1,8%	2,0%	2,0%	2,0%	3,0%
Ortalama	2,1%	2,7%	1,9%	2,1%	2,1%	2,0%	1,9%	1,9%	2,0%	2,1%	2,7%
ABD\$/TRY Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
ABD\$/TRY Dön Sonu	42,85	51,47	60,88	69,84	77,46	84,48	91,84	99,27	106,86	115,04	123,84
ABD\$/TRY Ortalama	39,46	46,77	55,32	63,47	70,39	76,76	83,46	90,21	97,11	104,53	112,53
EUR/ABD\$ Tahmin	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
EUR/ABD\$ Dön Sonu	1,17	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,19	1,19	1,19	1,19	1,20
EUR/ABD\$ Ortalama	1,13	1,16	1,17	1,17	1,17	1,18	1,18	1,18	1,18	1,19	1,19

6.2.4. Şirket'in Faaliyet Alanları ve Şirket Değeri Hesaplama Metodolojisi

Masfen Enerji'nin iki ana faaliyet konusu bulunmaktadır:

- 1- Şirket, güneş ve rüzgar enerjisinden üretim yapan tesisler ile müstakil depolama tesislerine mühendislik, tedarik ve kurulum (EPC) hizmeti vermektedir.

Şirket, EPC faaliyetlerini Türkiye'de kendi bünyesinde, Romanya'da ise %100 bağlı ortaklığı olan Masfen Romania S.R.L. üzerinden gerçekleştirmektedir.

- 2- Şirket, GES yatırımları ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir.

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla toplamda 117,0 MWp kurulu güce sahip güneş enerjisi santrali 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 %100 bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yurt içi / Lisanslı	2	24,50	14,00
Şirket'in %100 yurt dışı bağlı ortaklıkları tarafından işletilen GES	Yunanistan	11	11,20	10,94
TOPLAM		83	117,04	91,90

Romanya'da lisanslarını satın aldığı ve yatırımlarına başladığı 65,1 MWp kurulu güce sahip olması planan GES projeleri bulunmaktadır.

Bu çerçevede 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 7 farklı %90 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,4 MWp güce sahip 10 lisanssız santral,
 - Şirket'in 2 farklı %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 24,5 MWp güce sahip 2 lisanslı 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 2027 Nisan itibarıyla 65,1 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. Hesaplanan toplam firma değerinden 31.03.2026 itibarıyla konsolide net borç çıkarılarak Masfen Enerji'nin Şirket Değerine ulaşılmıştır.

6.2.5. EPC Faaliyetleri

6.2.5.1. Türkiye EPC Faaliyetleri

Şirket, yurt içinde GES ve RES için EPC hizmeti sunmaktadır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, şirketin özkaynak ve finansal borç maliyetlerinin hesaplanarak, ilgili oranlarla ağırlıklandırılmasına dayanmaktadır. AOSM hesaplamasında; risksiz getiri oranı (Rf), risk primi (Rm – Rf = Risk Primi), Beta(β), kredi faiz oranı (Rd), kurumlar vergisi oranı (T) ile şirketin mevcut ya da hedeflenen finansal borç (D) ve özkaynak (E) büyüklükleri kullanılır. Risk primi (Rm – Rf), yatırımcılar tarafından beklenen getirinin (Rm), risksiz faiz oranından (Rf) farkı olarak ifade edilmektedir.

Buna göre AOSM maliyeti aşağıdaki formüle göre hesaplanır:

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (Rf + (\beta \times \text{Risk Primi (Rm-Rf)})) + [D/(E+D)] \times [(Rd \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	85,0%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	15,0%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	25,0%	%25,0 Kurumlar Vergisi
β - Beta	1,0	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.
Risksiz Getiri (Rf)	7,0%	US900123DN78 03.01.2035 Vadeli Eurobond son 3 Aylık ortalama Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	7,0%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	12,2%	$rf + \beta \times (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	5,2%	$Rd \times (1 - T)$
AOSM	11,4%	$[E/(E+D) \times Ke] + [D/(E+D) \times Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak US900123DN78 ISIN kodlu 03.01.2035 Vadeli Eurobond'un rapor tarihi itibarıyla son 3 aylık ortalama indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in güncel USD borçlanma faizi %7,0, kurumlar vergisi ise %25,0'tir.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) hesaplamasında, %85,0 Özkaynak - %15,0 Borç oranları dikkate alınmıştır

Proje Büyüklükleri

Aşağıda yer alan proje büyüklükleri, ilgili dönemlerde tamamlanarak faturalanan projeleri göstermektedir. Projeksiyon döneminde gelirler de aynı metodoloji doğrultusunda tamamlanarak faturalanan projeler esas alınarak oluşturulmuştur.

GES Proje Tipleri

1- İş Geliştirme (Masfen Modeli)

Şirket, "İş Geliştirme" proje tipinde EPC firması olarak; müşterilerine; proje geliştirme, fizibilite hazırlama, lisanslama, arazi edinimi, meteorolojik ölçümler, santral bileşenleri temini, anahtar teslimi yenilenebilir enerjisi santrali kurulum hizmetleri, santral devreye alımı, iletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri, şebeke bağlantısı ve kabulü hizmetlerini sunmaktadır.

Bu proje tipinde Şirket, santral kurulum müteahhitlik hizmetinin yanında aynı zamanda; proje geliştirme, yasal süreçlerin takibi, finansman çözümleri ve tasarım mühendisliği gibi geniş bir hizmet yelpazesi sunarak müşterilerine kapsamlı bir destek sağlamaktadır. Dolayısıyla "İş Geliştirme" proje tipi kapsamında verilen hizmetin normal bir taahhüt işlemine kıyasla katma değeri ve karlılığı daha yüksektir.

2021 yılında Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği kapsamında yapılan değişikliklerle 5.1.h maddesi uyarınca öz tüketim amacıyla kurulan GES tesislerinin, tüketim tesisinin bulunduğu dağıtım lisansı bölgesi dışında da kurulabilmesi imkanının sağlanması, İş Geliştirme (Masfen Modeli) proje tipine olan talebi artırmıştır. Bu projelerin yatırımcılarının neredeyse tamamı, farklı sektörlerde faaliyet gösteren ve ana faaliyetleri kapsamında tükettikleri elektriği karşılamak amacıyla santral kurma hedefi olan firmalardır. Dolayısıyla bu projelerin kurulu güçleri düşük, katma değeri ve karlılığı yüksektir. Masfen finansal tablo dönemleri itibarıyla bu proje tipinde küçük hacimli çok sayıda projeyi yöneterek yüksek kar marjı elde etmiştir. Bunla birlikte, Türkiye Cumhuriyeti Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığının 2024-2028 yıllarına ait 12. Kalkınma Planı, ETKB ve TEİAŞ'ın verileri, sektör beklentileri, gerçekleşen YEKA ihaleleri ve verilmesi öngörülen depolamalı GES lisansları ışığında; projeksiyon döneminde İş Geliştirme tipindeki projelerin ağırlığının azalacağı, buna karşılık Masfen'in yüksek hacimli, nispeten düşük karlılığa sahip taahhüt projelerinin ağırlığının artacağı tahmin edilmiştir. Şirket'in 2026 yılının kalan 9 ayında tamamlanması planlanan imzalı ya da imza aşamasında toplamda 42,2 MWp gücünde İş Geliştirme tipi projesi bulunmaktadır. Bu doğrultuda projeksiyon döneminde 2027-2035 arasında her yıl 45,0 MWp gücünde iş geliştirme projesi tamamlayacağı tahmin edilmiştir. Bu proje tipinde 2023, 2024 ve 2025 yılları brüt kar marjları sırasıyla %30,2, %48,2 ve %42,9, 2026/03 döneminde ise %33,4'tür. 2027

yılından itibaren söz konusu projeler için; hem gerçekleştirmelere hem de 2026 yılının tamamlanması beklenen 42,2 MWp sözleşmeli / imza aşamasındaki projelerin kar marjlarına kıyasla daha düşük olarak %30,0 brüt kar marjı tahmin edilmiştir.

2- Taahhüt GES projeleri

“Taahhüt GES” proje tipinde Şirket, GES projelerine taahhüt ve mühendislik hizmeti vermektedir. Örneğin YEKA ihalesini kazanan yatırımcılara sunulan mühendislik ve taahhüt hizmetleri bu proje tipi kapsamındadır. Şirket’in bu proje tipinde 2026 yılında tamamlanarak faturası kesilmek üzere toplamda 171,3 MWp güce sahip imzalı sözleşmesi bulunmaktadır. Bu proje tipinin karlılığı İş Geliştirme modeline kıyasla daha düşüktür. Projeksiyon dönemi boyunca karlılığın %15,0 seviyesinde olması beklenmektedir. Yenilenebilir enerji kaynaklarının toplam kaynaklar içindeki ağırlığının artmasına karşın, söz konusu kaynakların stabil olarak elektrik üretmemesi sebebiyle oluşan dengesizlik maliyetleri ve şebeke sorunlarını gidermek amacıyla depolamalı tesisler öne çıkmaktadır. Dolayısıyla yakın dönemde taahhüt projelerinde de depolamalı tesislerin öne çıkması beklenmektedir. Buna bağlı olarak Masfen Enerji’nin 2027 yılından itibaren Taahhüt GES proje tipinde her yıl 30,0 - 45,0 MWp gücünde 1 proje bitireceği varsayılmıştır.

3- Depolamalı Taahhüt GES projeleri

“Depolamalı Taahhüt GES” proje tipinde Şirket, depolamalı GES projelerine taahhüt hizmeti verecektir. Masfen, bu proje tipinde Taahhüt GES proje tipindeki hizmetlere ek olarak tesislerin depolama sistemini de kuracak ve devreye alacaktır. Son dönemde enerji piyasalarında artan eğilimle dengesizlik maliyetlerinin azaltılması amacıyla elektrik üretim santralleri depolamalı olarak projelendirilmektedir. Projeksiyon döneminde Masfen’in projelerinde en büyük ağırlığı Depolamalı Taahhüt GES projelerinin oluşturacağı tahmin edilmiştir. Şirket’in söz konusu proje tipinde; 2026 yılında tamamlanmak üzere 33,0 MWp, 2027 tamamlanmak üzere 69,7 MWp imzalı sözleşmesi bulunmaktadır. Bu sözleşmelerin kar marjlarının %25,0 seviyesinde olmasına karşına, projeksiyon dönemi için tahmin edilen projelerin kar marjlarının %15,0 seviyesinde olacağı öngörülmüştür. Teknolojik gelişmelerle birlikte, 2030 yılına kadar batarya fiyatlarında gerileme olacağı beklenmektedir. Bu duruma bağlı olarak Depolamalı Taahhüt GES projelerinin de satış fiyatlarının gerileyeceği varsayılmıştır. Şirket, 2027 yılından itibaren her yıl toplam 100 MWp gücünde yaklaşık 2-3 projeyi tamamlayacağını öngörmektedir.

GES Toplam Proje Büyüklüğü

Şirket’in yukarıda proje tipi bazında açıklandığı üzere; 2026 yılının kalanında tamamlayacağı 246,5 MWp gücündeki projelerin tamamı sözleşmeli/imza aşamasındadır. 2026’nın kalan 9 ayında tamamlayacağı 42,2 MWp’lik İş Geliştirme tipi projeler 13 adet projeden, 171,3 MWp’lik Taahhüt GES proje tipi ise 4 adet projeden oluşmaktadır. 33,0 MWp büyüklüğündeki depolamalı taahhüt ges projesi ise 1 adet projedir. 2027 yılında tamamlanacak sözleşmeli 69,7 MWp’lik depolamalı taahhüt ges projesi yine 1 adet projedir.

Dolayısıyla projeksiyon dönemimde proje büyüklüklerinde öngörülen artışın temel sebebi Türkiye’nin enerji hedefleri, sektör beklentileri, YEKA ihaleleri ve verilmesi öngörülen depolamalı GES lisansları ışığında, toplam ve birim proje büyüklüklerinin artacak olmasıdır. Şirket’in geçmiş yıllardaki iş geliştirme proje tipinde iş bitirmeleri değerlendirildiğinde; sektöre paralel olarak Şirket’in yönettiği proje sayısında azalma olması öngörülmürken proje büyüklüklerinin artması beklenmektedir.

Proje Tipi - GES	Birim	2023	2024	2025	2026/03	26'9 Ar	2026	2027	2028
İş Geliştirme	MWp	136,3	122,7	58,9	13,2	42,2	55,3	45,0	45,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	136,3	122,7	58,9	13,2	42,2	55,3	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	-	-	-	-	-	-	45,0	45,0
Taahhüt GES	MWp	-	-	-	-	171,3	171,3	45,0	45,0
Sözleşmeli	MWp	-	-	-	-	171,3	171,3	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	-	-	-	-	-	-	45,0	45,0
Depolamalı Taahhüt GES	MWp	-	-	-	-	33,0	33,0	100,8	100,0
Sözleşmeli	MWp	-	-	-	-	33,0	33,0	69,7	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	-	-	-	-	-	-	31,1	100,0
Toplam	MWp	136,3	122,7	58,9	13,2	246,5	259,7	190,8	190,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	136,3	122,7	58,9	13,2	246,5	259,7	69,7	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	-	-	-	-	-	-	121,1	190,0

Proje Tipi - GES	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
İş Geliştirme	MWp	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	-	-	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0
Taahhüt GES	MWp	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	40,0	30,0
Sözleşmeli	MWp	-	-	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	45,0	45,0	45,0	45,0	45,0	40,0	30,0
Depolamalı Taahhüt GES	MWp	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Sözleşmeli	MWp	-	-	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Toplam	MWp	190,0	190,0	190,0	190,0	190,0	185,0	175,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	-	-	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWp	190,0	190,0	190,0	190,0	190,0	185,0	175,0

RES Proje Tipleri

1- Depolamalı Taahhüt RES Türbin Hariç

Şirket "Depolamalı Taahhüt RES – Türbin Hariç" proje tipi kapsamında RES projeleri için; enerji nakil hattı, şalt sahası ve enerji depolama sitemlerinin planlaması, projelendirilmesi, tedariki, mühendislik ve inşaat işlerinin yerine getirilmesi hizmetlerini sağlamaktadır. Bu proje tipinde türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu dahil bir hizmet verilmemektedir. Şirket'in 2027 yılında tamamlanmak üzere bu proje tipinde 108 MWp gücünde 1 adet imzalı sözleşmeli projesi bulunmaktadır. Şirket'in projeksiyon döneminde sözleşmeye paralel olarak %20 brüt kar marjıyla çalışacağı tahmin edilmiştir. Teknolojik gelişmelerle birlikte, 2030 yılına kadar batarya fiyatlarında gerileme olacağı tahmin edilmektedir. Bu duruma bağlı olarak Depolamalı Taahhüt RES – Türbin Hariç projelerinin de satış fiyatlarının gerileyeceği varsayılmıştır. 2028 yılından itibaren 2027'deki imzalı proje büyüklüğüne paralel büyüklükte projelerin tamamlanacağı tahmin edilmiştir.

2- Depolamalı Taahhüt RES Türbin Dahil

Şirket "Depolamalı Taahhüt RES – Türbin Dahil" proje tipi kapsamında; RES projeleri için enerji nakil hattı, şalt sahası ve enerji depolama sitemlerinin planlaması, projelendirilmesi, tedariki, mühendislik ve inşaat işlerinin yerine getirilmesi ve türbin kulelerinin tedariki ve kurulumu dahil olmak üzere tam kapsamlı RES EPC hizmeti sunacaktır. Şirket'in 2027 yılında tamamlanmak üzere bu proje tipinde 68,0 MWp gücünde imza aşamasında olan 1 adet projesi bulunmaktadır. Şirket'in projeksiyon dönemindeki projelerde de mevcut sözleşmeye paralel olarak %15 brüt kar marjıyla çalışacağı tahmin edilmiştir. Teknolojik gelişmelerle birlikte, 2030 yılına kadar batarya fiyatlarında gerileme olacağı tahmin edilmektedir. Bu duruma bağlı olarak Depolamalı Taahhüt RES Türbin Dahil projelerinin de satış fiyatlarının gerileyeceği

varsayılmıştır. 2028 yılından itibaren 2027'deki imza aşamasındaki proje büyüklüğüne kıyasla muhafazakar bir öngörüyle yıllık 50 MWp gücünde 1-2 proje tamamlayacağı varsayılmıştır.

Proje Tipi - RES	Birim	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T
Depolamalı Taahhüt RES (Türbin Hariç)	MWp	-	108,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Sözleşmeli</i>	<i>MWp</i>	-	108,0	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz-Tahmin</i>	<i>MWp</i>	-	-	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Depolamalı Taahhüt RES (Türbin Dahil)	MWp	-	68,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
<i>İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	-	68,0	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz-Tahmin</i>	<i>MWp</i>	-	-	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Toplam	MWp	-	176,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
<i>Sözleşmeli/İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	-	176,0	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz-Tahmin</i>	<i>MWp</i>	-	-	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0

Türkiye EPC Toplam Satışlar ve Maliyetler

Proje Büyüklükleri ve TFRS 15 Uygulaması

Şirket, TFRS 15 Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat Standardı kapsamında EPC sözleşmelerinden elde edilen hasılatı, edim yükümlülüklerinin yerine getirilme düzeyine göre maliyet bazlı ilerleme yöntemi kullanarak muhasebeleştirmektedir. Bu kapsamda, aşağıda yer alan proje büyüklükleri, gelirler ve giderler bağımsız denetim raporunda yer alan hasılat ve maliyet tutarlarıyla uyumlu olacak şekilde TFRS 15 hükümlerine paralel olarak hesaplanmıştır. Bir önceki bölümde yer alan proje büyüklükleri ise Şirket'in tamamlayarak faturasını kestiği projelerdir.

Buna göre, ilgili dönemde tamamlanarak faturası kesilen projelerin yanı sıra, henüz tamamlanmamış ve faturası düzenlenmemiş projelerin de, yerine getirilen edim yükümlülüğüne karşılık gelen kısmı proje büyüklüğüne dahil edilmiştir. Başka bir ifadeyle, bağımsız denetim raporunda hasılat ve maliyet olarak muhasebeleştirilen proje kısmı, ilgili yılın proje büyüklüğü içerisinde gösterilmiştir.

Örneğin, Şirket tarafından 2026 yılında tamamlanması planlanan toplam 171,3 MWp büyüklüğündeki taahhüt GES projeleri için 2025 yılı ile 2026/03 döneminde çeşitli harcamalar gerçekleştirilmiştir. Söz konusu harcamalar TFRS 15 kapsamında ilgili dönemlerde hasılat ve maliyet olarak muhasebeleştirildiğinden, aynı yaklaşıma paralel olarak 171,3 MWp'lik toplam proje büyüklüğünün 19,0 MWp'lik kısmı 2025 yılına, 25,1 MWp'lik kısmı ise 2026/03 dönemine sınıflandırılmıştır. Kalan 127,2 MWp'lik bölüm ise projenin tamamlanacağı 2026 yılının kalan dokuz aylık dönemine dahil edilmiştir.

Bu yöntem sayesinde proje büyüklükleri, hem dönemsel faaliyet performansını doğru yansıtmakta hem de bağımsız denetim raporunda yer alan hasılat ve maliyet tutarlarıyla tutarlı bir şekilde sunulmaktadır. Projeksiyon döneminde ise gelirler, tamamlanarak faturalanan projeler esas alınarak oluşturulmuştur. Dolayısıyla aşağıda TFRS ile uyumlu olarak hazırlanmış tablo karşılaştırılabilirlik ve bilgi verme amaçlı sunulmuştur.

Satışlar ve Maliyetler

Türkiye'nin temiz enerji hedefleri, dış ticaret açığının en büyük kalemini oluşturan enerji maliyetlerini düşürme konusundaki hedefleri ve sektör beklentileri ışığında yenilenebilir enerji yatırımlarının ve proje büyüklüklerinin artması beklenmektedir. Bu duruma bağlı olarak

Şirket'in yüksek karlı küçük projelerden, yüksek hacimli nispeten düşük karlılıktaki projeleri yöneleceği öngörülmüştür. Şirket'in geçmiş yıllardaki İş Geliştirme proje tipinde iş bitirmeleri değerlendirildiğinde sektöre paralel olarak Şirket'in yönettiği proje sayısında azalma olması öngörülmüşken proje büyüklüklerinin artması beklenmektedir.

Projeksiyonlarda yer alan; 2026 yılına ilişkin projelerin tamamı sözleşmeli/imza aşamasındaki projelerdir. 2027 yılının ise %67'si rapor tarihi itibarıyla sözleşmeli/imza aşamasındaki projelerden oluşmaktadır. Sonraki yıllar ise Şirket tahminleri ve 2026, 2027 için mevcut sözleşmeli/imza aşamasındaki projeler doğrultusunda sözleşmeli/imza aşamasındaki projelerin büyüklüğüne paralel olarak tahmin edilmiştir. Proje büyüklüklerinin artmasıyla Şirket'in kar marjının nispeten gerileyeceği öngörülmüştür.

2024 yılında Şirket'in önceki yıllarda yaptığı sözleşmelere istinaden kurulumunu gerçekleştirdiği projelerde panel fiyatlarında gerçekleşen dalgalanma ve hızlı gerileme; Şirket'in maliyetlerini düşürmüş bu durum sonucunda brüt kar marjı 2023 yılına kıyasla yükselmiştir. 2025 yılında ise 2025 yılında başlamak ve tamamlamak üzere aldığı EPC projelerinin inşaatının başlaması için gerekli onaylar, enerji mevzuatındaki değişikliklerden kaynaklı gecikmiştir. Dolayısıyla, bu durum Şirket'in aldığı projelerin gelirlerini sonraki dönemlere kaydırmasına sebep olmuş ve 2025 yılı EPC Gelirlerinde bir önceki döneme kıyasla azalış gerçekleşmiştir. 2025 yılında ise panel fiyatlarının ve diğer maliyetlerin daha stabil hale gelmesi ile Şirket'in karlılığı normal/beklenen seviyelerde oluşmuştur. 2026/03 döneminde Şirket'in TFRS 15 kapsamında hasılat ve maliyetini kaydettiği daha düşük kar marjlı, yüksek proje büyüklüğüne sahip taahhüt GES projeleri sebebiyle brüt kar marjı gerilemiştir.

Şirket'in GES projelerinden elde ettiği brüt kar; 2023, 2024 ve 2025 yıllarında sırasıyla 29,1, 52,8, ve 25,6 milyon ABD\$'dır. 2026/03 döneminde elde ettiği brüt kar ise 6,0 milyon ABD\$'dır. 2023, 2024 ve 2025 yılları itibarıyla ortalama brüt karı 35,8 milyon ABD\$'dır. 2024 yılının istisnai bir yıl olduğu değerlendirildiğinde 2023 ve 2025 yılları brüt kar ortalaması ise 27,3 milyon ABD\$'dır. Projeksiyon döneminde proje büyüklüğündeki artışla beraber karlılığın düşeceği varsayılmıştır. Bu çerçevede geçmiş yıllara paralel bir projeksiyon gerçekleştirilmiş, projeksiyon döneminde GES projelerinden elde edilecek ortalama brüt karının 26,0 milyon ABD\$ olacağı öngörülmüştür.

Şirket'in yeni faaliyet alanı olan RES projelerinde 2027 yılında tamamlayacağı ve elde edeceği satış geliri ve brüt kar tamamen sözleşmeli/imza aşamasındaki 2 projeden oluşmaktadır. 2027 yılında söz konusu iki proje için öngörülen brüt kar 18,9 milyon ABD\$'dır. 2028 – 2035 dönemi için öngörülen ortalama brüt kar ise 15,6 milyon ABD\$'dır.

Bu çerçevede projeksiyon döneminde brüt karda öngörülen artışın temel sebebi Şirket'in RES projelerine de hizmet vermeye başlaması ve yeni bir gelir kaynağı elde etmesidir.

Türkiye EPC Satış ve Maliyetler - TFRS Uyumlu	Birim	2023	2024	2025	2026/03	26'9 Ay	2026	2027	2028
GES Proje Büyüklüğü	MWp	137,2	129,2	98,0	36,0	185,2	221,3	190,0	190,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	137,2	129,2	98,0	36,0	185,2	221,3	68,9	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MWp	-	-	-	-	-	-	121,1	190,0
GES EPC Satış	mn\$	96,2	109,6	66,5	24,7	111,8	136,5	124,9	128,1
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	96,2	109,6	66,5	24,7	111,8	136,5	48,2	-
Sözleşmesiz - Tahmin	mn\$	-	-	-	-	-	-	76,6	128,1
RES Proje Büyüklüğü	MWp	-	-	-	-	-	-	176,0	150,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWp	-	-	-	-	-	-	176,0	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MWp	-	-	-	-	-	-	-	150,0
RES EPC Satış	mn\$	-	-	-	-	-	-	112,5	94,8
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	-	-	-	-	-	-	112,5	-

<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>mn\$</i>	-	-	-	-	-	-	-	94,8
Toplam Proje Büyüklüğü	MWp	137,2	129,2	98,0	36,0	185,2	221,3	366,0	340,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	<i>137,2</i>	<i>129,2</i>	<i>98,0</i>	<i>36,0</i>	<i>185,2</i>	<i>221,3</i>	<i>244,9</i>	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>MWp</i>	-	-	-	-	-	-	<i>121,1</i>	<i>340,0</i>
Toplam Satışlar	mn\$	96,2	109,6	66,5	24,7	111,8	136,5	237,4	222,9
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>mn\$</i>	<i>96,2</i>	<i>109,6</i>	<i>66,5</i>	<i>24,7</i>	<i>111,8</i>	<i>136,5</i>	<i>160,7</i>	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>mn\$</i>	-	-	-	-	-	-	<i>76,6</i>	<i>222,9</i>
GES EPC Maliyet	mn\$	67,2	56,8	41,0	18,8	87,2	106,0	96,4	103,8
RES EPC Maliyet	mn\$	-	-	-	-	-	-	93,6	78,7
Toplam	mn\$	67,2	56,8	41,0	18,8	87,2	106,0	190,0	182,6
GES Brüt Kar	mn\$	29,1	52,8	25,6	6,0	24,6	30,6	28,5	24,3
RES Brüt Kar	mn\$	-	-	-	-	-	-	18,9	16,1
Toplam	mn\$	29,1	52,8	25,6	6,0	24,6	30,6	47,4	40,4
GES Kar Marjı	%	30,2%	48,2%	38,4%	24,1%	22,0%	22,4%	22,8%	19,0%
RES Kar Marjı	%	-	-	-	-	-	-	16,8%	17,0%
Toplam Brüt Kar Marjı	%	30,2%	48,2%	38,4%	24,1%	22,0%	22,4%	20,0%	18,1%

Türkiye EPC Satış ve Maliyetler - TFRS Uyumlu	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
GES Proje Büyüklüğü	MWp	190,0	190,0	190,0	190,0	190,0	185,0	175,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>MWp</i>	<i>190,0</i>	<i>190,0</i>	<i>190,0</i>	<i>190,0</i>	<i>190,0</i>	<i>185,0</i>	<i>175,0</i>
GES EPC Satış	mn\$	127,0	126,7	129,3	132,1	135,0	135,2	132,4
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>mn\$</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>mn\$</i>	<i>127,0</i>	<i>126,7</i>	<i>129,3</i>	<i>132,1</i>	<i>135,0</i>	<i>135,2</i>	<i>132,4</i>
RES Proje Büyüklüğü	MWp	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>MWp</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>	<i>150,0</i>
RES EPC Satış	mn\$	90,8	87,9	89,7	91,7	93,7	95,7	97,8
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>mn\$</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>mn\$</i>	<i>90,8</i>	<i>87,9</i>	<i>89,7</i>	<i>91,7</i>	<i>93,7</i>	<i>95,7</i>	<i>97,8</i>
Toplam Proje Büyüklüğü	MWp	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	335,0	325,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>MWp</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>MWp</i>	<i>340,0</i>	<i>340,0</i>	<i>340,0</i>	<i>340,0</i>	<i>340,0</i>	<i>335,0</i>	<i>325,0</i>
Toplam Satışlar	mn\$	217,8	214,5	219,0	223,8	228,7	230,9	230,2
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	<i>mn\$</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	<i>mn\$</i>	<i>217,8</i>	<i>214,5</i>	<i>219,0</i>	<i>223,8</i>	<i>228,7</i>	<i>230,9</i>	<i>230,2</i>
GES EPC Maliyet	mn\$	102,8	102,4	104,5	106,8	109,1	109,1	106,6
RES EPC Maliyet	mn\$	75,5	73,1	74,7	76,3	78,0	79,7	81,4
Toplam	mn\$	178,3	175,5	179,2	183,1	187,1	188,8	188,0
GES Brüt Kar	mn\$	24,2	24,3	24,8	25,3	25,9	26,0	25,7
RES Brüt Kar	mn\$	15,3	14,7	15,1	15,4	15,7	16,1	16,4
Toplam	mn\$	39,5	39,0	39,9	40,7	41,6	42,1	42,2
GES Kar Marjı	%	19,1%	19,2%	19,2%	19,2%	19,2%	19,3%	19,5%
RES Kar Marjı	%	16,9%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%	16,8%
Toplam Brüt Kar Marjı	%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,3%

Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in ticari işletme sermayesi; temel olarak ticari alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, ticari borçlardan oluşmaktadır.

Müşteri sözleşmesinden doğan varlıklar; TFRS 15 Müşteri Sözleşmelerinden Hasılat Standardı uyarınca EPC sözleşmelerine ilişkin olarak edim yükümlülüklerini yerine getirmiş olduğu kısımlarının (Maliyet ilerleme yöntemine göre) hasılat ile ilişkilendirilmesi sonucunda oluşmaktadır. Müşteri sözleşmesinden doğan yükümlülükler ise Şirket'in EPC projelerinde müşterilerinden sözleşme kapsamında aldığı avans ödemeleridir. Şirket'in mevcut sipariş bakiyesine ilişkin olarak geçmiş dönemlerde gerçekleştirilen harcamalar ile müşterilerden tahsil

edilen avanslar, mevcut sözleşmelere ilişkin nakit akışlarının hesaplanmasında dikkate alınarak düzeltilmiştir. Projeksiyon döneminde ise gelirler, tamamlanarak faturalanan projeler üzerinden oluşturulduğundan, yeni projelere ilişkin müşteri sözleşmesinden doğan varlıklar ile müşteri sözleşmesinden doğan yükümlülükler projeksiyonlara dahil edilmemiştir.

Ayrıca, Şirket'in bağımsız denetim raporunda yer alan hasılat tutarı, TFRS 15 kapsamında edim yükümlülüklerinin yerine getirilme düzeyine göre muhasebeleştirilen gelirleri de içerirken, ticari alacaklar yalnızca faturalanmış tutarlardan oluşmaktadır. Bu nedenle, finansal tablolarda yer alan hasılat esas alınarak hesaplanan ticari alacak tahsil süresi, Şirket'in fiili tahsilat performansını sağlıklı bir şekilde yansıtmamaktadır. Bu kapsamda, müşteri sözleşmesinden doğan varlıklar bakiyesinin sınırlı seviyelerde gerçekleştiği 2023 ve 2024 yıllarında hesaplanan ticari alacak tahsil süreleri referans alınmıştır. Projeksiyon döneminde ise Şirket yetkilileri ile yapılan görüşmeler ve söz konusu dönemlerde gözlenen tahsilat performansı dikkate alınarak ticari alacak tahsil süresinin 30 gün olacağı varsayılmıştır.

İşletme Serm - Gün %	Birim	2023	2024	2025	2026/03	2026	2027	2028
Ticari Alacaklar	Gün	35	25	19	13	30	30	30
Stoklar+Peş Öd. Giderler	Gün	22	22	53	38	40	37	35
Diğer Varlıklar/SMM	%	3,4%	2,7%	5,1%	3,3%	4,5%	4,0%	3,5%
Ticari Borçlar	Gün	12	42	29	8	15	20	25

İşletme Serm - Gün %	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Ticari Alacaklar	Gün	30	30	30	30	30	30	30
Stoklar+Peş Öd. Giderler	Gün	30	30	30	30	30	30	30
Diğer Varlıklar/SMM	%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%
Ticari Borçlar	Gün	30	30	30	30	30	30	30

İşletme Sermayesi	Birim	2023	2024	2025	2026/03	2026	2027	2028
Ticari Alacaklar	mn\$	9,2	7,5	3,4	3,6	13,3	19,6	18,3
Stoklar+Peş Öd. Giderler	mn\$	4,1	3,5	5,9	7,9	11,6	19,3	17,5
Diğer Varlıklar	mn\$	2,3	1,6	2,1	2,5	4,8	7,6	6,4
Varlıklar	mn\$	15,5	12,6	11,4	14,0	29,7	46,4	42,2
Ticari Borçlar	mn\$	2,3	6,5	3,2	1,7	4,4	10,4	12,5
Yükümlülükler	mn\$	2,3	6,5	3,2	1,7	4,4	10,4	12,5
İşletme Serm	mn\$	13,2	6,1	8,2	12,2	25,3	36,0	29,7
İşletme Serm/Satışlar	%	13,8%	5,5%	12,3%	12,4%	15,6%	15,1%	13,3%
İşletme Serm Değişimi						13,1	10,7	-6,3

İşletme Sermayesi	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Ticari Alacaklar	mn\$	17,9	17,6	18,0	18,4	18,8	19,0	18,9
Stoklar+Peş Öd. Giderler	mn\$	14,7	14,4	14,7	15,0	15,4	15,5	15,5
Diğer Varlıklar	mn\$	6,2	6,1	6,3	6,4	6,5	6,6	6,6
Varlıklar	mn\$	38,8	38,2	39,0	39,9	40,7	41,1	41,0
Ticari Borçlar	mn\$	14,7	14,4	14,7	15,0	15,4	15,5	15,5
Yükümlülükler	mn\$	14,7	14,4	14,7	15,0	15,4	15,5	15,5
İşletme Serm	mn\$	24,1	23,8	24,3	24,8	25,3	25,6	25,5
İşletme Serm/Satışlar	%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
İşletme Serm Değişimi		-5,6	-0,4	0,5	0,5	0,5	0,2	-0,1

Vergi

Kurumlar vergisi oranı %25,0'tir.

Yatırım Harcamaları

Şirket, EPC faaliyetleri kapsamında önemli bir yatırım harcaması ihtiyacı bulunmamaktadır. Bu doğrultuda her yıl 0,25 milyon USD'lik idame yatırımı yapılması öngörülmüştür.

Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan öngörüler sonucu oluşan Serbest Nakit Akımlarının("SNA"), projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Devam eden değer büyüme oranı %2,0 olarak dikkate alınmıştır.

Projeksiyon döneminde gelirler, tamamlanarak faturalanan projeler esas alınarak oluşturulmuştur. Şirket'in 31.03.2026 itibarıyla sipariş bakiyesinde yer alan projeler için tahsil ettiği avanslar ve yaptığı harcamalar nakit akışlarında düzeltilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akışları	Birim	26'9 Ay	2027	2028	2029	2030
Satışlar	mn\$	147,5	237,9	222,9	217,8	214,5
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	mn\$	<i>147,5</i>	<i>161,2</i>	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	mn\$	-	<i>76,6</i>	<i>222,9</i>	<i>217,8</i>	<i>214,5</i>
<i>Değişim</i>	%		<i>47,0%</i>	<i>-6,3%</i>	<i>-2,3%</i>	<i>-1,5%</i>
Maliyetler (-)	mn\$	115,0	190,4	182,6	178,3	175,5
Brüt Kar	mn\$	32,5	47,5	40,4	39,5	39,0
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%	<i>22,1%</i>	<i>20,0%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,2%</i>	<i>18,2%</i>
Faaliyet Giderleri (-)	mn\$	1,0	1,6	1,6	1,7	1,7
<i>Faaliyet Giderleri/Satışlar</i>	%	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,7%</i>	<i>0,8%</i>	<i>0,8%</i>
Esas faal Diğer Gel/Gid (+)	mn\$	-	-	-	-	-
FAVÖK	mn\$	31,5	45,9	38,7	37,9	37,3
<i>FAVÖK Marjı</i>	%	<i>21,4%</i>	<i>19,3%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,4%</i>	<i>17,4%</i>
Amortisman (-)	mn\$	0,3	0,4	0,4	0,5	0,5
Faaliyet Karı	mn\$	31,3	45,5	38,3	37,4	36,8
Vergi Oranı	%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Vergi (-)	mn\$	7,8	11,4	9,6	9,3	9,2
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	mn\$	13,1	10,7	(6,3)	(5,6)	(0,4)
<i>İşletme Sem Satışlar</i>	%		<i>15,1%</i>	<i>13,3%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,1%</i>
Yatırımlar (-)	mn\$	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Sözleşmeli İşler İçin Alınan Avanslar (-)	mn\$	29,1	-	-	-	-
Geçmiş Dönem Harcamalara İlişkin Düzeltme (+)	mn\$	27,8	0,4	-	-	-
Nakit Akışı	mn\$	9,0	24,0	35,2	33,9	28,2

Türkiye EPC - İNA	Birim	2031	2032	2033	2034	2035
Satışlar	mn\$	219,0	223,8	228,7	230,9	230,2
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	mn\$	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	mn\$	219,0	223,8	228,7	230,9	230,2
<i>Değişim</i>	%	2,1%	2,2%	2,2%	1,0%	-0,3%
Maliyetler (-)	mn\$	179,2	183,1	187,1	188,8	188,0
Brüt Kar	mn\$	39,9	40,7	41,6	42,1	42,2
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,3%
Faaliyet Giderleri (-)	mn\$	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
<i>Faaliyet Giderleri/Satışlar</i>	%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Esas faal Diğer Gel/Gid	mn\$	-	-	-	-	-
FAVÖK	mn\$	38,1	38,9	39,8	40,2	40,3
<i>FAVÖK Marjı</i>	%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,5%
Amortisman (-)	mn\$	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3
Faaliyet Karı	mn\$	37,9	38,7	39,5	40,0	40,0
Vergi Oranı	%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Vergi (-)	mn\$	9,5	9,7	9,9	10,0	10,0
İşletme Sermayesi Değişimi (-)	mn\$	0,5	0,5	0,5	0,2	(0,1)
<i>İşletme Serm. Satışlar</i>	%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%
Yatırımlar (-)	mn\$	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
Sözleşmeli İşler İçin Alınan Avanslar (-)	mn\$	-	-	-	-	-
Geçmiş Dönem Harcamalara İlişkin	mn\$	-	-	-	-	-
Düzeltilme (+)	mn\$	-	-	-	-	-
Nakit Akışı	mn\$	27,9	28,5	29,1	29,8	30,1

Firma Değeri	Mn ABD\$
AOSM	11,4%
Uç Büyüme	2,0%
Projeksiyon Değeri	157,0
Uç Değer	113,3
31.03.2026 Firma Değeri	270,4
Değerleme Tarihi Firma Değeri	277,1

Sonuç olarak; İndirgenmiş Nakit Akımları kapsamında, yukarıdaki tablolarda detayları yer alan indirgenmiş Serbest Nakit Akımları sonucunda **Firma Değeri 277,1 milyon ABD\$** olarak tespit edilmiştir.

Projeksiyon döneminde gelirler, tamamlanarak faturalanan projeler esas alınarak oluşturulmuştur. Bu nedenle, TFRS 15 kapsamında hazırlanan bağımsız denetim raporlarında yer alan geçmiş dönem hasılatı ile indirgenmiş nakit akımı analizinde kullanılan gelir projeksiyonları birebir karşılaştırılabilir nitelikte değildir. Geçmiş dönemlerle karşılaştırılabilirliğin sağlanması amacıyla, tamamlanan proje büyüklükleri ile mevcut sipariş bakiyesinin TFRS 15 hükümleri doğrultusunda dikkate alındığı gelir tablosu projeksiyonu aşağıda yalnızca bilgi amaçlı sunulmuştur.

Gelir Tablosu Projeksiyonu - TFRS Uyumlu	Birim	2023	2024	2025	2026/03	26'9 Ay	2026	2027	2028
Proje Büyüklüğü	MWp	137,2	129,2	98,0	36,0	185,2	221,3	366,0	340,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	MWp	137,2	129,2	98,0	36,0	185,2	221,3	244,9	-
<i>Sözleşmesiz, Tahmin</i>	MWp	-	-	-	-	-	-	121,1	340,0
Satışlar	mn\$	96,2	109,6	66,5	24,7	111,8	136,5	237,4	222,9
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	mn\$	96,2	109,6	66,5	24,7	111,8	136,5	160,7	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	mn\$	-	-	-	-	-	-	76,6	222,9
SMM (-)	mn\$	67,2	56,8	41,0	18,8	87,2	106,0	190,0	182,6
Brüt Kar	mn\$	29,1	52,8	25,6	6,0	24,6	30,6	47,4	40,4
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%	30,2%	48,2%	38,4%	24,1%	22,0%	22,4%	20,0%	18,1%
Faaliyet Giderleri (-)	mn\$	0,9	1,5	1,5	0,5	1,0	1,6	1,6	1,6
<i>Faaliyet Giderleri Satışlar</i>	%	0,9%	1,4%	2,3%	2,1%	0,9%	1,1%	0,7%	0,7%
Esas faal Diğer Gel/Gid	mn\$	(0,0)	0,3	(1,8)	0,2	-	-	-	-
FAVÖK	mn\$	28,1	51,6	22,3	5,6	23,6	29,0	45,8	38,7
<i>FAVÖK Marjı</i>	%	29,2%	47,0%	33,4%	22,8%	21,1%	21,2%	19,3%	17,4%

Gelir Tablosu Projeksiyonu - TFRS Uyumlu	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Proje Büyüklüğü	MWp	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	335,0	325,0
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	MWp	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz, Tahmin</i>	MWp	340,0	340,0	340,0	340,0	340,0	335,0	325,0
Satışlar	mn\$	217,8	214,5	219,0	223,8	228,7	230,9	230,2
<i>Sözleşmeli, İmza Aşamasında</i>	mn\$	-	-	-	-	-	-	-
<i>Sözleşmesiz - Tahmin</i>	mn\$	217,8	214,5	219,0	223,8	228,7	230,9	230,2
SMM (-)	mn\$	178,3	175,5	179,2	183,1	187,1	188,8	188,0
Brüt Kar	mn\$	39,5	39,0	39,9	40,7	41,6	42,1	42,2
<i>Brüt Kar Marjı</i>	%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,2%	18,3%
Faaliyet Giderleri (-)	mn\$	1,7	1,7	1,7	1,8	1,8	1,9	1,9
<i>Faaliyet Giderleri Satışlar</i>	%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Esas faal Diğer Gel/Gid	mn\$	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	mn\$	37,9	37,3	38,1	38,9	39,8	40,2	40,3
<i>FAVÖK Marjı</i>	%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,4%	17,5%

6.2.5.2. Romanya EPC Faaliyetleri

Şirket, Romanya'da %100 bağlı ortaklığı üzerinden GES ve Müstakil Depolama Tesisleri için EPC hizmeti vermektedir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	85,0%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	15,0%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	16,0%	%16,0 Kurumlar Vergisi
β - Beta	1,0	Halka arz değerlemesi kapsamında 1,00 olarak dikkate alınmıştır.
α - Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	Romanya'daki faaliyetlere ilişkin olarak %1,0 belirlenmiştir.
Risksiz Getiri (Rf)	6,2%	XS2756521303 24.01.2034 Vadeli Eurobond Son 3 Aylık Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	8,3%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	12,7%	$rf + \beta * (rm - rf) + \alpha$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	7,0%	$Rd * (1 - T)$
AOSM	11,8%	$[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak XS2756521303 ISIN kodlu 24.01.2034 Vadeli Eurobond'un rapor tarihi itibarıyla son 3 aylık ortalama indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 1,00 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in Romanya'daki EPC faaliyetleri tam anlamıyla olgunlaşmadığından Romanya'daki faaliyete ilişkin %1,00 oranında alfa (α) belirlenmiş ve özsermaye maliyetine eklenmiştir.

Şirket'in güncel USD borçlanma faizi %8,3, kurumlar vergisi ise %16,0'dır.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) hesaplamasında, %85,0 Özkaynak - %15,0 Borç oranları dikkate alınmıştır.

Proje Tipleri

1- GES İş Geliştirme (Masfen Modeli)

GES projeleri için tam kapsamlı proje geliştirme hizmeti sunmaktadır. Şirket mevcut durumda bu hizmeti ağırlıklı olarak Romanya'da vermektedir. Masfen; Türkiye'de sunduğu hizmetin kapsamına paralel olarak yurt dışında da gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası gibi elektrik üretimine kadar olan tüm süreci yöneterek baştan uca EPC hizmeti sunmaktadır. Şirket'in 2026 yılında tamamlanması planlanan toplam 15 MWp büyüklüğünde sözleşmeli projesi bulunmaktadır. Projeksiyon döneminde her yıl toplam 15 MWp büyüklüğünde proje tamamlayacağı varsayılmıştır.

2- Müstakil Depolama Tesisi (BESS - Battery Energy Storage System)

Müstakil depolama tesisi, doğrudan ulusal elektrik şebekesine bağlı olan, herhangi bir üretim veya tüketim tesisiyle fiziksel bütünlüğü bulunmayan, elektriği depolayıp ihtiyaç anında sisteme geri veren bağımsız tesislerdir. Bu tesisler şebeke esnekliğini artırarak, yenilenebilir enerji kaynaklarını desteklemekte ve arbitraj (fiyat farkından yararlanma) yoluyla gelir elde etmektedir. Şirket mevcut durumda Romanya'da, bu tesislerin kurulması ve faaliyete geçmesi kapsamında baştan uca anahtar teslim EPC projeleri sunmaktadır. Şirket bu kapsamda müşterilerine gerekli lisansların satın alınması, arazinin satın alınması/kiralanması ve yasal otoritelerle sürecin yönetilmesi, tesisin inşası, şebekeye bağlantısı gibi faaliyet başlangıcına kadar olan tüm süreci yöneterek tam kapsamlı hizmet sunmaktadır.

Masfen'in devam eden BESS projelerinin toplam büyüklüğü ise 330,0 MWh'dir. Şirket, bu projelerin satışı için Türkiye'de daha önce çalıştığı ve GES projelerini tamamladığı müşterileriyle imza aşamasındadır. Mevcut durum itibarıyla bu projelerin tüm hakları Masfen'e aittir. İmza aşamasındaki sözleşmeler çerçevesinde 2026 yılında toplam 110 MWh büyüklüğündeki 1 projenin, 2027 yılında ise 220 MWh büyüklüğündeki 2 projenin tamamlanması planlanmaktadır. Projeksiyon döneminde Şirket'in her yıl 85 MWh büyüklüğünde proje tamamlayacağı tahmin edilmiştir.

Proje Tipi	Birim	26'9 Ay	2026	2027	2028	2029	2030
İş Geliştirme	MWp	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Sözleşmeli	MWp	15,0	15,0	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MWp	-	-	15,0	15,0	15,0	15,0
BESS	MWh	110,0	110,0	220,0	85,0	85,0	85,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWh	110,0	110,0	220,0	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWh	-	-	-	85,0	85,0	85,0
Toplam	MW	125,0	125,0	235,0	100,0	100,0	100,0
Sözleşmeli	MW	125,0	125,0	220,0	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MW	-	-	15,0	100,0	100,0	100,0

Proje Tipi	Birim	2031	2032	2033	2034	2035
İş Geliştirme	MWp	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
Sözleşmeli	MWp	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MWp	15,0	15,0	15,0	15,0	15,0
BESS	MWh	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	MWh	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	MWh	85,0	85,0	85,0	85,0	85,0
Toplam	MW	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Sözleşmeli	MW	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	MW	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Romanya EPC Toplam Satışlar ve Maliyetler

2026 yılı için öngörülen gelirlerin tamamı sözleşmeli, imza aşamasındaki projelerden oluşmaktadır. 2027 yılında ise toplam gelirlerin %88'i sözleşmeli, imza aşamasındaki projelerin gelirlerinden oluşmaktadır. Projeksiyon dönemindeki proje büyüklüğü ve kar marjı varsayımları mevcut sözleşme büyüklükleri ve kar oranlarına paralel olarak tahmin edilmiştir. Müstakil depolama tesislerinin en önemli unsuru olan batarya fiyatlarında 2030 yılına kadar gerileme olacağı öngörülmektedir. Bu sebeple müstakil depolama tesislerinin satış fiyatlarında ve gelirlerinde gerileme olacağı öngörülmüştür. 2030 yılından sonra enflasyona paralel artacağı tahmin edilmiştir.

Romanya EPC Satışlar ve Maliyetler	Birim	26'9 Ay	2027	2028	2029	2030
GES EPC Satış	mn\$	7,7	7,6	7,8	7,9	8,1
Sözleşmeli	mn\$	7,7	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	mn\$	-	7,6	7,8	7,9	8,1
BESS EPC Satış	mn\$	28,4	57,5	23,3	20,5	18,3
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	28,4	57,5	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	mn\$	-	-	23,3	20,5	18,3
Toplam	mn\$	36,1	65,0	31,1	28,5	26,4
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	36,1	57,5	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	mn\$	-	7,6	31,1	28,5	26,4
GES EPC Maliyet	mn\$	5,2	5,3	5,4	5,6	5,7
BESS EPC Maliyet	mn\$	17,8	35,4	15,2	13,3	11,9
Toplam	mn\$	22,9	40,7	20,6	18,9	17,6
GES Brüt Kar	mn\$	2,5	2,3	2,3	2,4	2,4
BESS Brüt Kar	mn\$	10,7	22,1	8,2	7,2	6,4
Toplam	mn\$	13,2	24,4	10,5	9,6	8,9
GES Kar Marjı	%	32,8%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
BESS Kar Marjı	%	37,5%	38,4%	35,0%	35,0%	35,0%
Toplam	%	36,5%	37,4%	33,7%	33,6%	33,5%

Romanya EPC Satışlar ve Maliyetler	Birim	2031	2032	2033	2034	2035
GES EPC Satış	mn\$	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0
Sözleşmeli	mn\$	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	mn\$	8,3	8,5	8,7	8,8	9,0
BESS EPC Satış	mn\$	18,7	19,1	19,5	20,0	20,4
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Tahmin	mn\$	18,7	19,1	19,5	20,0	20,4
Toplam	mn\$	27,0	27,6	28,2	28,8	29,4
Sözleşmeli, İmza Aşamasında	mn\$	-	-	-	-	-
Sözleşmesiz - Şirket	mn\$	27,0	27,6	28,2	28,8	29,4
GES EPC Maliyet	mn\$	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3
BESS EPC Maliyet	mn\$	12,2	12,4	12,7	13,0	13,3
Toplam	mn\$	18,0	18,4	18,8	19,2	19,6
GES Brüt Kar	mn\$	2,5	2,5	2,6	2,7	2,7
BESS Brüt Kar	mn\$	6,5	6,7	6,8	7,0	7,1
Toplam	mn\$	9,0	9,2	9,4	9,6	9,9
GES Kar Marjı	%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
BESS Kar Marjı	%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Toplam	%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%

Ticari İşletme Sermayesi

Şirket'in işletme sermayesi alacak tahsil, borç ödeme, stok tutma gibi sürelerinin Türkiye faaliyetlerine paralel şekilde gerçekleşeceği tahmin edilmiştir.

İşletme Serm - Gün %	Birim	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Ticari Alacaklar	Gün	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Stoklar+Peş Öd. Giderler	Gün	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Diğer Varlıklar/SMM	%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Ticari Borçlar	Gün	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0

İşletme Sermayesi	Birim	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Ticari Alacaklar	mn\$	3,0	5,3	2,6	2,3	2,2	2,2	2,3	2,3	2,4	2,4
Stoklar+Peş Öd. Giderler	mn\$	1,9	3,3	1,7	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
Diğer Varlıklar	mn\$	0,6	1,0	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Ticari Borçlar	mn\$	1,9	3,3	1,7	1,6	1,4	1,5	1,5	1,5	1,6	1,6
İşletme Serm	mn\$	3,5	6,4	3,1	2,8	2,6	2,7	2,7	2,8	2,8	2,9
İşletme Serm/Satışlar	%	9,8%	9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
İşletme Serm Değişimi	mn\$	3,5	2,8	-3,3	-0,3	-0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1

Vergi

Romanya kurumlar vergisi oranı %16,0'dır.

Yatırım Harcamaları

Şirket, EPC faaliyetleri kapsamında önemli bir yatırım harcaması ihtiyacı bulunmamaktadır. Bu doğrultuda her yıl 0,2 milyon USD'lik idame yatırımı yapılması öngörülmüştür.

Devam Eden Değer Büyümesi, Firma Değeri

İlgili bölümlerde açıklanan öngörüler sonucu oluşan Serbest Nakit Akımlarının("SNA"), projeksiyon dönemlerindeki Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetleri ile indirgenmesi sonucu hesaplanan; İndirgenmiş Nakit Akımları, Devam Eden Değer, Firma Değeri'ne ilişkin tablolar aşağıda yer almaktadır.

Devam eden değer büyüme oranı %2,0 olarak dikkate alınmıştır.

Şirket'in 31.03.2026 itibarıyla sipariş bakiyesinde yer alan projeler için tahsil ettiği avanslar ve yaptığı harcamalar nakit akışlarında düzeltilmiştir

İndirgenmiş Nakit Akışları	Birim	26'9 Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Satışlar	mn\$	36,1	65,0	31,1	28,5	26,4	27,0	27,6	28,2	28,8	29,4
Değişim	%		80%	-52%	-8%	-7%	2%	2%	2%	2%	2%
SMM (-)	mn\$	22,9	40,7	20,6	18,9	17,6	18,0	18,4	18,8	19,2	19,6
Brüt Kar	mn\$	13,2	24,4	10,5	9,6	8,9	9,0	9,2	9,4	9,6	9,9
Brüt Kar Marjı	%	36,5%	37,4%	33,7%	33,6%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%	33,5%
Faaliyet Giderleri(-)	mn\$	0,36	0,40	0,41	0,42	0,42	0,43	0,44	0,45	0,46	0,47
Faaliyet Giderleri Değişim	%		2,5%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Faaliyet Giderleri Satışlar	%	1,0%	0,6%	1,3%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Esas faal Diğer Gel/Gid (+)	mn\$	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FAVÖK	mn\$	12,8	24,0	10,1	9,2	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2	9,4
FAVÖK Marjı	%	35,5%	36,8%	32,4%	32,1%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%	31,9%
Amortisman(-)	mn\$	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Faaliyet Karı	mn\$	12,8	23,9	10,0	9,0	8,2	8,4	8,6	8,8	9,0	9,2
Vergi Oranı	%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Vergi(-)	mn\$	2,0	3,8	1,6	1,4	1,3	1,3	1,4	1,4	1,4	1,5
İşletme Sermayesi Değişimi(-)	mn\$	3,5	2,8	(3,3)	(0,3)	(0,2)	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
İşletme Sem Satışlar	%		9,8%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%
Yatırımlar (-)	mn\$	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Sözleş. İşler Alınan Avanslar (-)	mn\$	4,5	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sözleş. İşler Gerçek. Har. (-)	mn\$	5,2	0,1	-	-	-	-	-	-	-	-
Nakit Akışı	mn\$	7,8	17,3	11,6	7,8	7,1	7,0	7,2	7,3	7,5	7,6

Firma Değeri

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

6.2.6. Elektrik Üretim Faaliyetleri

6.2.6.1. Türkiye Elektrik Üretim Faaliyetleri Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	92,2%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	7,8%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	12,5%	Kurumlar Vergisi
β - Beta	0,63	Elektrik Üretim Faaliyetlerine İlişkin Hesaplanan Beta
Risksiz Getiri (Rf)	7,0%	US900123DN78 03.01.2035 Vadeli Eurobond son 3 Aylık ortalama Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	7,0%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	10,5%	$rf + \beta * (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	6,1%	$Rd * (1 - T)$
AOSM	10,1%	$[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak US900123DN78 ISIN kodlu 03.01.2035 Vadeli Eurobond'un rapor tarihi itibarıyla son 3 aylık ortalama indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 0,63 olarak dikkate alınmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve satışı yapan firmaların son 2 yıllık kaldıraçsız medyan Beta – β seviyesi 0,59 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in güncel borç/özkaynak oranı %7,8, kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmiştir. Bu varsayımlar altında Masfen Enerji'nin elektrik üretim faaliyetlerine ilişkin Beta – β değeri 0,63 hesaplanmıştır.

21 Mayıs 2026 tarihli ve 7582 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun 04 Haziran 2026 tarihli ve 33270 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. 7582 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile birlikte, sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları ile zirai üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran bu üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları için kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmektedir. Bu kapsamda Şirket'in yenilenebilir enerji üretimi faaliyetleri için kurumlar vergisi 2027 yılından itibaren %12,5 olarak belirlenmiştir.

Şirket'in güncel USD borçlanma faizi %7,0'dir.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) oranı olarak, %92,2 Özkaynak - %7,8 Borç oranı dikkate alınmıştır

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.

Masfen Enerji Türkiye'de elektrik üretim faaliyetini kendisi de dahil olmak üzere 10 farklı şirket ile gerçekleştirmektedir. Yapının özeti aşağıda yer almaktadır.

- 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

72 adet santral ayrı ayrı incelenmiş, üretim ve satış projeksiyonları gerçekleştirilmiş, bu 72 santrale sahip 10 firma için ayrı ayrı gelir ve maliyet projeksiyonları gerçekleştirilerek indirgenmiş nakit akımları hesaplanmış ve firma değerine ulaşılmıştır. Bu raporda üretim, satış ve maliyet projeksiyonları gösterim açısından yukarıdaki 3 grup çerçevesinde konsolide edilerek gösterilmektedir. Projeksiyonların detayları işbu raporun eklerinde sunulmaktadır.

Temel Varsayımlar

Faaliyet Süresi: Lisanslı santraller olan Gitaş-1 ve Metges Burdur santrallerinin sırasıyla lisans bitiş tarihleri olan 18.04.2068 ve 07.03.2068 tarihine kadar faaliyetini sürdüreceği varsayılmıştır. Lisanssız santrallerin 18.04.2068 tarihine kadar faaliyete devam edeceği varsayılmıştır.

Yıpranma (Degredasyon Oranı): Santrallerin her yıl yaklaşık %0,5 oranında verimliliğinin düşeceği varsayılmıştır.

Elektrik Satış Fiyatları:

- Yurtiçi Lisanssız GES: Şirket ve bağlı ortaklıklarının sahip olduğu yurtiçindeki lisanssız GES'lerin tamamı ürettikleri elektriği YEKDEM kapsamında 13,3 ABD Doları cent/kWh birim fiyattan satmaktadır.
- Yurtiçi Lisanslı GES: 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 fiyattan satmaktadır.

Santrallerin YEKDEM sonrası satış fiyatları projeksiyonunda 2026 - 2046 elektrik fiyatları Modus Enerji Danışmanlık'ın hazırladığı Türkiye Elektrik Piyasası raporundaki tahminler kullanılmıştır. Raporda 06.00-17.00 saatleri arası için öğörülen ortalama PTF fiyatı projeksiyonlarda ortalama elektrik satış fiyatı tahmini olarak ele alınmıştır. 2046 yılından sonra fiyatların enflasyona paralel artacağı varsayılmıştır.

Dağıtım Bedeli Giderleri: Lisanslı ve lisanssız santraller için EPDK tarafından açıklanan KWh başına güncel fiyatın 2027 yılından itibaren ortalama enflasyon ile artacağı varsayılmıştır. Projeksiyon döneminde, 10 yıllık YEKDEM süresini tamamlayarak üretim faaliyetine devam eden lisanssız üretim tesislerine ilişkin dağıtım bedeli gideri, Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu'nun 18.06.2026 tarihli ve 14681 sayılı Kararı uyarınca Lisanssız Üretici-2 tarifi esas alınarak hesaplanmıştır.

Diğer Giderler: Enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Vergi Oranı: 21 Mayıs 2026 tarihli ve 7582 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun 04 Haziran 2026 tarihli ve 33270 sayılı Resmi Gazetede yayımlanmıştır. 7582 sayılı Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile birlikte, sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları ile zirai üretim faaliyetiyle iştigal eden kurumların münhasıran bu üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançları için kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmektedir. Bu kapsamda Şirket'in yenilenebilir enerji üretimi faaliyetleri için kurumlar vergisi 2027 yılından itibaren %12,5 olarak belirlenmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda hesaplanan firma değerine ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır. Projeksiyonların detayları ekte sunulmuştur.

MASFEN (A)	FD mn\$	Değer Tarihi FD	Kurulu güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
Masfen Enerji	72,5	74,1	69,9	1,06	100%	74,1
Bağlı Ortaklıklar (B)	FD	Değer Tarihi FD	Kurulu güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
Ankasun Enerji	0,4	0,4	0,4	0,94	100%	0,4
BDİ Enerji	1,5	1,6	1,3	1,24	90%	1,4
Emirhisar Enerji	0,7	0,7	0,6	1,15	90%	0,6
Kayrabey Enerji	4,7	4,8	4,1	1,18	90%	4,3
Maki Enerji	1,3	1,3	1,1	1,24	90%	1,2
Papatya Enerji	3,2	3,3	2,5	1,29	90%	2,9
Yeniçağ 1	1,7	1,7	1,4	1,19	90%	1,5
Toplam	13,5	13,8	11,4	1,21		12,4
Lisanslı Santraller (C)	FD	Değer Tarihi FD	Kurulu güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
AAB Enerji	19,9	20,4	14,0	1,45	100%	20,4
Metges Enerji	14,3	14,6	10,5	1,39	100%	14,6
Toplam	34,2	35,0	24,5	1,43	100%	35,0
Toplam (A+B+C+D)	FD	Değer Tarihi FD	Kurulu güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mn\$
Masfen Türkiye	120,2	122,9	105,8	1,16		121,6

6.2.6.2. Yunanistan Elektrik Üretim Faaliyetleri Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

$$AOSM = [E/(E+D)] \times (R_f + (\beta \times \text{Risk Primi} (R_m - R_f))) + [D/(E+D)] \times [(R_d \times (1-T))]$$

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	92,2%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	7,8%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	22,0%	%22,0 Kurumlar Vergisi
β - Beta	0,63	Elektrik Üretim Faaliyetlerine İlişkin Hesaplanan Beta
Risksiz Getiri (Rf)	5,3%	Yunanistan 10 Yıllık Gösterge Devlet Tahvili Son 3 Aylık Ortalama USD Cinsi Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	8,3%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	8,7%	$rf + \beta \times (rm - rf)$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	6,5%	$Rd \times (1 - T)$
AOSM	8,5%	$[E/(E+D) \times Ke] + [D/(E+D) \times Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak Yunanistan 10 Yıllık Gösterge Devlet Tahvili Son 3 Aylık Ortalama USD Cinsi Getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 0,63 olarak dikkate alınmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve satışı yapan firmaların son 2 yıllık kaldıraçsız medyan Beta – β seviyesi 0,59 olarak

hesaplanmıştır. Şirket'in güncel borç/özkaynak oranı %8,5, kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmiştir. Bu varsayımlar altında Masfen Enerji'nin elektrik üretim faaliyetlerine ilişkin Beta – β değeri 0,63 hesaplanmıştır.

Yunanistandaki elektrik üretim faaliyetine ilişkin kurumlar vergisi oranı %22,0'dir.

Yunanistan faaliyetleri için güncel USD borçlanma faizi %8,3'tür.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) oranı olarak, %92,2 Özkaynak - %7,8 Borç oranı dikkate alınmıştır

Masfen Enerji Yunanistan Santralleri

Şirket'in rapor tarihi itibarıyla toplamda Yunanistan'da 11,20 MWp kurulu güce sahip GES'i 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

Temel Varsayımlar

Faaliyet Süresi: Santrallerin 18.04.2068 tarihine kadar faaliyete devam edeceği varsayılmıştır.

Yıpranma (Degredasyon Oranı): Santrallerin her yıl yaklaşık %0,5 oranında verimliliğinin düşeceği varsayılmıştır.

Elektrik Satış Fiyatları: Yunanistan'daki bağlı ortaklığına ait santraller, ilgili ülkenin mevzuatındaki düzenlemelere istinaden, 20 yıl alım garantisi altında, ürettikleri elektriği 6,887 Euro cent/KWh birim fiyattan satmaktadır. Yunanistan'daki santrallerin alım garantisi kapsamında kalan sürelerinin, kurulu güçlere göre ağırlıklandırılmış ortalama süresi 16,9 yıldır.

Yunanistan 2025 yılı 06.00-17.00 saatleri arasında arası ortalama elektrik toptan satış fiyatı 8,203 Euro cent/KWh karşılığı 9,274 ABD\$cent KWh'dir. 2026/03 döneminde ortalama elektrik fiyatı 6,310 Euro cent/KWh karşılığı 7,4 ABD\$cent KWh olmuştur. 2025 Nisan – Aralık arasında ortalama fiyat 2025/03'e kıyasla %41,0 gerilemiştir. 2026 yılının kalan 9 ayında 2025 yılının son 9 ayında olduğu gibi fiyatın 2026/03 göre %41,0 gerileyeceği varsayılarak 2026 ortalama fiyatı 4,4 Euro cent/KWh, 5,1 ABD\$cent KWh olacağı tahmin edilmiştir.

Piyasa takas fiyatının her yıl öngörülen Euro enflasyonu oranında artacağı varsayılmıştır. Dolayısıyla Şirket santrallerinin garanti alım sonra satışlarını gerçekleştireceği fiyatların enflasyon oranında artacağı tahmin edilmiştir.

Elektrik Fiyatları - Yunanistan	Birim	2023	2024	2025	2025/03	2026/03	26'9 Ay	2026
PTF (06.00-17.00)	EUR/KWh	0,110	0,084	0,082	0,119	0,063	0,037	0,044
PTF (06.00-17.00)	\$/KWh	0,119	0,091	0,093	0,125	0,074	0,043	0,051

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar: 2025 yılı brüt kar marjının devam edeceği varsayılmıştır.

Faaliyet Giderleri: Enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Vergi Oranı: Yunanistan kurumlar vergisi oranı %22,0'dir.

Bu varsayımlar doğrultusunda hesaplanan firma değerine ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır. Projeksiyonların detayları ekte sunulmuştur.

Yunanistan	FD	Değer Tarihi FD	Kurulu güç (MWp)	FD/MWp	Masfen Payı	mınS
Atlas Energeiaki	10,8	11,0	11,2	0,98	100%	11,0

6.2.6.3. Romanya Elektrik Üretim Faaliyetleri Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Aşağıdaki tabloda her bir projeksiyon dönemi ve devam eden değer için hesaplanan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ve bileşenleri yer almaktadır:

AOSM		Açıklama
E / (E+D)	92,2%	Özkaynaklar / (Özkaynaklar + Borçlar)
D / (E+D)	7,8%	Borçlar / (Özkaynaklar + Borçlar)
Vergi Oranı (T)	16,0%	%16,0 Kurumlar Vergisi
β - Beta	0,63	Elektrik Üretim Faaliyetlerine İlişkin Hesaplanan Beta
α - Şirkete Özgü Risk Getirisi (Alfa)	1,0%	Romanya'daki faaliyetlere ilişkin olarak %1,0 belirlenmiştir.
Risksiz Getiri (Rf)	6,2%	XS2756521303 24.01.2034 Vadeli Eurobond Son 3 Aylık Getirisi
Risk Primi (Rm-Rf)	5,5%	Piyasa Öngörüsü
Kredi Faizi (Rd)	8,3%	Şirket ve Piyasa Öngörüsü
Özsermaye Maliyeti (Ke)	10,6%	$rf + \beta * (rm - rf) + \alpha$
Borçlanma Maliyeti (Kd)	7,0%	$Rd * (1 - T)$
AOSM	10,3%	$[E / (E + D) * Ke] + [D / (E + D) * Kd]$

Risksiz Getiri (Rf) olarak XS2756521303 ISIN kodlu 24.01.2034 Vadeli Eurobond'un rapor tarihi itibarıyla son 3 aylık ortalama indikatif getirisi dikkate alınmıştır.

Piyasa Risk Primi, genel uygulama itibarıyla %5,00 - %6,00 aralığında kullanılmaktadır. Risk Primi, AOSM hesaplamasında %5,50 olarak dikkate alınmıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında Beta – β değeri olarak 0,63 olarak dikkate alınmıştır. Borsa İstanbul'da işlem gören yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve satışı yapan firmaların son 2 yıllık kaldırışsız medyan Beta – β seviyesi 0,59 olarak hesaplanmıştır. Şirket'in güncel borç/özkaynak oranı %8,5, kurumlar vergisi oranı %12,5 olarak belirlenmiştir. Bu varsayımlar altında Masfen Enerji'nin elektrik üretim faaliyetlerine ilişkin Beta – β değeri 0,63 hesaplanmıştır.

Şirket'in Romanya'daki santral yatırımları devam ettiğinden Romanya'daki elektrik üretim faaliyetine ilişkin %1,00 oranında alfa (α) belirlenmiş ve özsermaye maliyetine eklenmiştir.

Şirket'in güncel USD borçlanma faizi %8,3, kurumlar vergisi ise %16,0'dır.

Özkaynak/(Borç + Özkaynak) hesaplamasında, %92,2 Özkaynak - %7,8 Borç oranları dikkate alınmıştır.

Masfen Enerji Romanya Santralleri

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	İli	Güç (MWp)	Finansman Şekli	Tamamlanma Derecesi	Planlanan Üretim Başlangıcı
Axente GES	Sibiu, Romanya	3,4	Özkaynak (%100)	97,1%	Temmuz 26
Beregsau GES	Timis, Romanya	2,8	Özkaynak (%100)	68,9%	Ekim 26
Bretea Romana GES	Hunedoara, Romanya	4,8	Özkaynak (%100)	48,5%	Ekim 26
Giulvaz GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Şubat 27
Gura GES	Sibiu, Romanya	13,7	Özkaynak (%100)	14,4%	Mart 27
Pausa GES	Romanasi, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	47,5%	Mart 27
Satchinez GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	6,4%	Eylül 27
Ortisoara (Sanmartin) GES	Timis, Romanya	7,0	Özkaynak (%100)	5,4%	Eylül 27
Ortisoara (Orizont) GES	Timis, Romanya	6,2	Özkaynak (%100)	4,5%	Eylül 27
Geoagiu-1 GES	Hunedoara, Romanya	5,0	Özkaynak (%100)	0,5%	Nisan 27
Geoagiu-2 GES	Hunedoara, Romanya	4,0	Özkaynak (%100)	0,7%	Nisan 27
Toplam		65,1		22,3%	

Temel Varsayımlar

Faaliyet Süresi: Santrallerin üretime yukarıda tabloda yer alan tarihlerde üretime başlayacağı 18.04.2068 tarihine kadar faaliyete devam edeceği varsayılmıştır.

Yıpranma (Degredasyon Oranı): Santrallerin her yıl yaklaşık %0,6 oranında verimliliğinin düşeceği varsayılmıştır.

Elektrik Satış Fiyatları:

Romanya 2025 yılı 06.00-17.00 saatleri arasında ortalama elektrik toptan satış fiyatı 9,058 Euro cent/KWh, 10,241 ABD\$cent KWh'dir. 2026/03 döneminde ortalama elektrik fiyatı 11,333 Euro cent/KWh karşılığı 13,261 ABD\$cent KWh olmuştur. 2025 Nisan – Aralık arasında ortalama fiyat 2025/03'e kıyasla %36,4 gerilemiştir. 2026 yılının kalan 9 ayında 2025 yılının son 9 ayında olduğu gibi fiyatın 2026/03 göre %36,4 gerileyeceği varsayılarak 2026 ortalama fiyatı 8,241 Euro cent/KWh, 9,580 ABD\$cent KWh olacağı tahmin edilmiştir.

Piyasa takas fiyatının her yıl öngörülen Euro enflasyonu oranında artacağı varsayılmıştır. Şirket bu santral yatırımlarını tamamen özkaynaklarıyla gerçekleştirmektedir. Garantili alım anlaşması yapmadan satışlarını piyasa takas fiyatı üzerinden yapmayı planlamaktadır.

Elektrik Fiyatları - Romanya	Birim	2023	2024	2025	2025/03	2026/03	26'9 Ay	2026
PTF (06.00-17.00)	EUR/KWh	0,097	0,087	0,091	0,125	0,113	0,072	0,082
PTF (06.00-17.00)	\$/KWh	0,106	0,095	0,102	0,131	0,133	0,084	0,096

Satışların Maliyeti ve Brüt Kar: Brüt kar marjının %85 seviyesinde olacağı tahmin edilmiştir.

Faaliyet Giderleri: Faaliyet giderlerinin 2026 yılında 60 bin ABD\$ olacağı sonrasında enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır.

Vergi Oranı: Romanya kurumlar vergisi oranı %16,0'dır.

Bu varsayımlar doğrultusunda hesaplanan firma değerine ilişkin özet tablo aşağıda yer almaktadır. Projeksiyonların detayları ekte sunulmuştur.

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

6.2.7. Masfen Enerji Konsolide Net Borç ve Şirket Değeri

Net Borç

Net Borç mn \$	31.12.2022	31.12.2023	31.12.2024	31.12.2025	31.03.2026
Nakit ve nakit benzerleri	8,5	43,5	69,3	102,9	103,1
Finansal yatırımlar	1,9	1,0	2,8	1,7	0,0
İlişkili taraflardan diğer alacaklar	0,3	-	-	0,0	0,0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0,7	2,8	15,7	15,5	15,5
Varlıklar	11,4	47,3	87,7	120,2	118,6
Kısa vadeli borçlanmalar	0,0	5,0	0,1	1,3	1,0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	11,0	9,2	5,8	4,5	3,3
İlişkili taraflara diğer borçlar	4,2	1,2	0,2	0,2	0,2
Bağlı ortaklık edinimine ilişkin ödenecek satın alım bedelleri	-	-	-	3,2	2,5
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0,5	0,7	4,2	0,7	0,9
Uzun vadeli borçlanmalar	25,0	16,9	6,3	8,1	9,7
İlişkili taraflara diğer borçlar	4,3	-	-	-	-
Yükümlülükler	45,0	33,0	16,7	17,9	17,7
Net Borç (nakit)	33,6	(14,3)	(71,0)	(102,3)	(100,9)

İndirgenmiş Nakit Akımlarından Hesaplanan Şirket Değeri

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 Yunanistandaki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilen 11,2 MWp güce sahip 11 santral,
 - Şirket'in Romanya'daki %100 bağlı ortaklığı tarafından işletilecek ve 2027 Nisan itibarıyla 65,1 kurulu güce sahip olması planlanan 11 santrale

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	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

7. Sonuç

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.

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

Ek 1 - GES Üretim Projeksiyonları

1-Masfen Enerji Tarafından İşletilen 60 Lisanssız Santral

MAFSEN	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Kurulu güç	kWp	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918
Üretim	MWh	96.156	107.965	107.341	106.718	106.094	105.471	104.847	104.223	103.600	102.976	102.353	101.729	101.105	100.482	99.858	99.234
YEKDEM	MWh	81.942	67.731	31.654	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	14.214	40.234	75.688	106.718	106.094	105.471	104.847	104.223	103.600	102.976	102.353	101.729	101.105	100.482	99.858	99.234
Fiyat	\$/KWh	0,119	0,104	0,084	0,076	0,080	0,084	0,088	0,088	0,092	0,098	0,103	0,105	0,110	0,113	0,117	0,118
Satış	\$'000	11.467	11.221	8.981	8.088	8.507	8.866	9.180	9.170	9.533	10.075	10.576	10.658	11.153	11.371	11.646	11.673
SWMI	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Dağ Bed Gid.	\$'000	3.758	3.441	2.436	1.509	1.533	1.556	1.580	1.605	1.630	1.656	1.682	1.708	1.735	1.762	1.789	1.817
MWh Baş.	\$	39,1	31,9	22,7	14,1	14,4	14,7	15,1	15,4	15,7	16,1	16,4	16,8	17,2	17,5	17,9	18,3
Satış Gel.Oran	%	32,8%	30,7%	27,1%	18,7%	18,0%	17,5%	17,2%	17,5%	17,1%	16,4%	15,9%	16,0%	15,6%	15,5%	15,4%	15,6%
Diğer Gid.	\$'000	299,4	405,2	415,5	424,6	433,9	443,0	452,7	462,6	472,7	483,0	493,6	504,3	515,4	526,6	538,1	549,9
Değişim	%	18,2%	2,6%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	4.058	3.846	2.852	1.933	1.967	1.999	2.033	2.068	2.103	2.139	2.175	2.212	2.250	2.288	2.327	2.367
İNA	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Satışlar	\$'000	11.467	11.221	8.981	8.088	8.507	8.866	9.180	9.170	9.533	10.075	10.576	10.658	11.153	11.371	11.646	11.673
Değişim	%	-14,3%	-20,0%	-2,0%	-9,9%	5,2%	4,2%	3,5%	-0,1%	4,0%	5,7%	5,0%	0,8%	4,6%	2,0%	2,4%	0,2%
SMM	\$'000	(4.058)	(3.846)	(2.852)	(1.933)	(1.967)	(1.999)	(2.033)	(2.068)	(2.103)	(2.139)	(2.175)	(2.212)	(2.250)	(2.288)	(2.327)	(2.367)
Brüt Kar	\$'000	7.409	7.375	6.129	6.155	6.541	6.867	7.147	7.102	7.430	7.936	8.400	8.445	8.902	9.083	9.319	9.306
Brüt Marj	%	64,6%	65,7%	68,2%	76,1%	76,9%	77,5%	77,9%	77,5%	77,9%	78,8%	79,4%	79,2%	79,8%	79,9%	80,0%	79,7%
FAVÖK	\$'000	7.409	7.375	6.129	6.155	6.541	6.867	7.147	7.102	7.430	7.936	8.400	8.445	8.902	9.083	9.319	9.306
FAVÖK Marjı	%	64,6%	65,7%	68,2%	76,1%	76,9%	77,5%	77,9%	77,5%	77,9%	78,8%	79,4%	79,2%	79,8%	79,9%	80,0%	79,7%
Amortisman	\$'000	(2.045)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)
FVÖK	\$'000	5.364	4.649	3.403	3.429	3.815	4.141	4.421	4.376	4.704	5.210	5.674	5.719	6.176	6.357	6.593	6.580
Fvöğ Oranı	%	25,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(1.341)	(581)	(425)	(429)	(477)	(518)	(553)	(547)	(588)	(651)	(709)	(715)	(772)	(795)	(824)	(823)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm D.	\$'000	235,3	(102,2)	(125,3)	(29,8)	28,5	24,2	19,5	(0,3)	24,4	37,1	32,3	6,4	33,7	14,1	16,0	2,6
SNA	\$'000	5.833	6.896	5.829	5.756	6.035	6.325	6.575	6.556	6.817	7.247	7.659	7.724	8.097	8.274	8.479	8.481
İskonto fakt.	10,3%	0,930	0,845	0,767	0,696	0,632	0,574	0,521	0,473	0,430	0,390	0,354	0,322	0,292	0,265	0,241	0,219
İNA	\$'000	5.425	5.824	4.470	4.007	3.815	3.630	3.426	3.102	2.929	2.827	2.712	2.484	2.364	2.193	2.041	1.853

MASFEN	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Kurulu güç	kWp	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918
Üretim	MWh	98.611	97.987	97.364	96.740	96.116	95.493	94.869	94.246	93.622	92.998	92.375	91.751	91.127	90.504	89.880	89.257
YEKDEM	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	98.611	97.987	97.364	96.740	96.116	95.493	94.869	94.246	93.622	92.998	92.375	91.751	91.127	90.504	89.880	89.257
Fiyat	\$/KWh	0,123	0,124	0,128	0,132	0,136	0,139	0,142	0,145	0,148	0,151	0,155	0,158	0,162	0,165	0,169	0,172
Satış	\$'000	12.147	12.150	12.440	12.740	13.061	13.260	13.461	13.664	13.870	14.079	14.290	14.503	14.719	14.938	15.159	15.383
SMM	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Dağ Bed.Gid.	\$'000	1.845	1.873	1.902	1.931	1.960	1.990	2.020	2.051	2.082	2.113	2.145	2.177	2.209	2.242	2.275	2.309
MWh Baş.	\$	18,7	19,1	19,5	20,0	20,4	20,8	21,3	21,8	22,2	22,7	23,2	23,7	24,2	24,8	25,3	25,9
Satış Gel.Oran	%	15,2%	15,4%	15,3%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Gid.	\$'000	561,9	574,2	586,7	599,5	612,6	626,0	639,6	653,6	667,9	682,5	697,4	712,6	728,2	744,1	760,3	776,9
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	2.407	2.447	2.488	2.530	2.573	2.616	2.660	2.704	2.750	2.796	2.842	2.889	2.937	2.986	3.035	3.086
İNA	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Satışlar	\$'000	12.147	12.150	12.440	12.740	13.061	13.260	13.461	13.664	13.870	14.079	14.290	14.503	14.719	14.938	15.159	15.383
Değişim	%	4,1%	0,0%	2,4%	2,4%	2,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
SMM	\$'000	(2.407)	(2.447)	(2.488)	(2.530)	(2.573)	(2.616)	(2.660)	(2.704)	(2.750)	(2.796)	(2.842)	(2.889)	(2.937)	(2.986)	(3.035)	(3.086)
Brüt Kar	\$'000	9.740	9.703	9.952	10.209	10.488	10.643	10.801	10.960	11.121	11.283	11.448	11.614	11.782	11.952	12.123	12.297
Brüt Marj	%	80,2%	79,9%	80,0%	80,1%	80,3%	80,3%	80,2%	80,2%	80,2%	80,1%	80,1%	80,1%	80,0%	80,0%	80,0%	79,9%
FAVÖK	\$'000	9.740	9.703	9.952	10.209	10.488	10.643	10.801	10.960	11.121	11.283	11.448	11.614	11.782	11.952	12.123	12.297
FAVÖK Marjı	%	80,2%	79,9%	80,0%	80,1%	80,3%	80,3%	80,2%	80,2%	80,2%	80,1%	80,1%	80,1%	80,0%	80,0%	80,0%	79,9%
Amortisman	\$'000	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)	(2.726)
FVÖK	\$'000	7.014	6.977	7.226	7.483	7.762	8.000	8.227	8.453	8.678	8.903	9.128	9.353	9.578	9.803	10.028	10.253
Vergi Oran	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(877)	(872)	(903)	(935)	(970)	(1.005)	(1.040)	(1.075)	(1.110)	(1.145)	(1.180)	(1.215)	(1.250)	(1.285)	(1.320)	(1.355)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm D	\$'000	32,1	(1,2)	16,9	21,9	21,2	12,5	10,3	15,2	13,0	13,1	10,8	15,9	13,6	13,8	11,3	16,7
SNA	\$'000	8.832	8.832	9.031	9.252	9.496	9.478	9.447	9.575	9.718	9.860	10.006	10.146	10.296	10.444	10.597	10.743
İskonto fakt.	10,1%	0,198	0,180	0,164	0,149	0,135	0,122	0,111	0,101	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,051	0,047
İNA	\$'000	1.752	1.591	1.477	1.374	1.281	1.160	1.050	966	891	820	756	696	641	591	544	501

MASFE	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Kurulu güç	kWp	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918	69.918
Üretim	MWh	88.633	88.009	87.386	86.762	86.139	85.515	84.891	84.268	83.644	83.021	24.606
YEKDEM	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	88.633	88.009	87.386	86.762	86.139	85.515	84.891	84.268	83.644	83.021	24.606
Fiyat	\$/kWh	0,176	0,180	0,184	0,188	0,192	0,196	0,200	0,205	0,209	0,214	0,219
Satış	\$'000	15.609	15.837	16.069	16.302	16.539	16.777	17.019	17.263	17.509	17.758	5.378
SMM	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Dağ Bed Gid.	\$'000	2.343	2.377	2.412	2.447	2.482	2.518	2.554	2.591	2.628	2.665	807
MWh Baş.	\$	26,4	27,0	27,6	28,2	28,8	29,4	30,1	30,7	31,4	32,1	32,8
Satış Gel.Oran	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diğer Gid.	\$'000	793,9	811,2	829,0	847,1	865,6	884,5	903,8	923,5	943,7	964,3	660,7
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	-31,5%
Toplam	\$'000	3.137	3.188	3.241	3.294	3.348	3.403	3.458	3.514	3.572	3.630	1.468
İNA	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Satışlar	\$'000	15.609	15.837	16.069	16.302	16.539	16.777	17.019	17.263	17.509	17.758	5.378
Değişim	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	-69,7%
SMM	\$'000	(3.137)	(3.188)	(3.241)	(3.294)	(3.348)	(3.403)	(3.458)	(3.514)	(3.572)	(3.630)	(1.468)
Brüt Kar	\$'000	12.472	12.649	12.828	13.008	13.191	13.375	13.561	13.748	13.938	14.129	3.910
Brüt Marj	%	79,9%	79,9%	79,8%	79,8%	79,8%	79,7%	79,7%	79,6%	79,6%	79,6%	72,7%
FAVÖK	\$'000	12.472	12.649	12.828	13.008	13.191	13.375	13.561	13.748	13.938	14.129	3.910
FAVÖK Marjı	%	79,9%	79,9%	79,8%	79,8%	79,8%	79,7%	79,7%	79,6%	79,6%	79,6%	72,7%
Amortisman	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	12.472	12.649	12.828	13.008	13.191	13.375	13.561	13.748	13.938	14.129	3.910
Vergi Oranı	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(1.559)	(1.581)	(1.603)	(1.626)	(1.649)	(1.672)	(1.695)	(1.719)	(1.742)	(1.766)	(489)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm D	\$'000	14,2	14,4	11,7	17,5	14,8	15,0	12,2	18,2	15,4	15,6	(26,8)
SNA	\$'000	10.899	11.054	11.213	11.365	11.527	11.688	11.853	12.012	12.180	12.347	3.448
İskonto fakt.	10,1%	0,042	0,038	0,035	0,032	0,029	0,026	0,024	0,022	0,020	0,018	0,016
İNA		461	425	391	360	332	305	281	259	238	219	56

USD/000

İNA toplamı

Devam eden değer

Firna Değeri

72.522

72.522

Değer Tarihi FD

74.132

Kurulu güç (kWp)

69.918

FD/MWp

1,060

2-Masfen Enerji'nin Pay Sahibi Olduğu 7 Bağlı Ortaklık Tarafından İşletilen 11 Lisanssız Santral

Bağlı Ort.	Birim	26'9AY	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Kurulu güç	kWp	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416
Üretim	MWh	16.936	19.171	19.062	18.954	18.846	18.737	18.629	18.521	18.412	18.304	18.196	18.087	17.979	17.871	17.762	17.654
YEKDEM	MWh	16.936	19.171	17.407	9.837	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	-	-	1.656	9.117	18.846	18.737	18.629	18.521	18.412	18.304	18.196	18.087	17.979	17.871	17.762	17.654
Fiyat	\$/KWh	0,133	0,133	0,127	0,105	0,080	0,084	0,088	0,088	0,092	0,098	0,103	0,105	0,110	0,113	0,117	0,118
Satış	\$'000	2.253	2.550	2.419	1.999	1.511	1.575	1.631	1.630	1.694	1.791	1.880	1.895	1.983	2.022	2.071	2.077
SMM	Birim	26'9AY	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Dağ Bed Gid.	\$'000	736,5	820,3	786,8	570,0	272,2	276,4	280,8	285,2	289,8	294,3	299,0	303,7	308,5	313,3	318,2	323,2
MWh Baş..	\$	43,5	42,8	41,3	30,1	14,4	14,7	15,1	15,4	15,7	16,1	16,4	16,8	17,2	17,5	17,9	18,3
Satış Gel.Oran	%	32,7%	32,2%	32,5%	28,5%	18,0%	17,5%	17,2%	17,5%	17,1%	16,4%	15,9%	16,0%	15,6%	15,5%	15,4%	15,6%
Diger Gid.	\$'000	46,4	61,8	63,4	64,8	66,2	67,6	69,1	70,6	72,1	73,7	75,3	76,9	78,6	80,3	82,1	83,9
Değişim	%	-2,4%	-2,4%	2,6%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	783	882	850	635	338	344	350	356	362	368	374	381	387	394	400	407
İNA	Birim	26'9AY	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Satışlar	\$'000	2.253	2.550	2.419	1.999	1.511	1.575	1.631	1.630	1.694	1.791	1.880	1.895	1.983	2.022	2.071	2.077
Değişim	%	-0,4%	-0,4%	-5,1%	-17,4%	-24,4%	4,2%	3,6%	-0,1%	4,0%	5,7%	5,0%	0,8%	4,7%	2,0%	2,4%	0,2%
SMM	\$'000	(783)	(882)	(850)	(635)	(338)	(344)	(350)	(356)	(362)	(368)	(374)	(381)	(387)	(394)	(400)	(407)
Brüt Kar	\$'000	1.470	1.668	1.569	1.364	1.173	1.231	1.281	1.274	1.332	1.423	1.506	1.514	1.596	1.629	1.671	1.669
Brüt Marj	%	65,2%	65,4%	64,9%	68,2%	77,6%	78,2%	78,6%	78,2%	78,6%	79,4%	80,1%	79,9%	80,5%	80,5%	80,7%	80,4%
Faaliyet Gid.	(16)	(22)	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(27)	(27)	(28)	(28)	(29)	(30)
FAVÖK	\$'000	1.454	1.646	1.547	1.342	1.149	1.207	1.257	1.249	1.307	1.397	1.479	1.487	1.568	1.600	1.642	1.640
FAVÖK Marjı	%	64,5%	64,5%	63,9%	67,1%	76,1%	76,6%	77,1%	76,6%	77,1%	78,0%	78,7%	78,5%	79,1%	79,1%	79,3%	79,0%
Amortisman	\$'000	(292)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)
FVÖK	\$'000	1.162	1.257	1.158	953	761	818	868	860	918	1.008	1.090	1.098	1.180	1.212	1.253	1.251
Vergi Oranı	%	25,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(290)	(157)	(145)	(119)	(95)	(102)	(109)	(108)	(115)	(126)	(136)	(137)	(147)	(151)	(157)	(156)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	60	1	(7)	(18)	(19)	4	3	(0)	4	6	5	1	6	2	3	0
SNA	\$'000	1.103	1.488	1.409	1.240	1.073	1.101	1.145	1.141	1.188	1.265	1.338	1.349	1.415	1.447	1.483	1.483
İskonto Fakt.	10,1%	0,930	0,845	0,767	0,696	0,632	0,574	0,521	0,473	0,430	0,390	0,354	0,322	0,292	0,265	0,241	0,219
İNA	\$'000	1.026	1.257	1.081	863	678	632	597	540	510	493	474	434	413	383	357	324

Bağlı Ort.	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Kurulu güç	kWp	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416
Üretim	MWh	17.545	17.437	17.329	17.220	17.112	17.004	16.895	16.787	16.679	16.570	16.462	16.354	16.245	16.137	16.029	15.920
YEKDEM	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	17.545	17.437	17.329	17.220	17.112	17.004	16.895	16.787	16.679	16.570	16.462	16.354	16.245	16.137	16.029	15.920
Fiyat	\$/KWh	0,123	0,124	0,128	0,132	0,136	0,139	0,142	0,145	0,148	0,151	0,155	0,158	0,162	0,165	0,169	0,172
Satış	\$'000	2.161	2.162	2.214	2.268	2.325	2.361	2.397	2.434	2.471	2.509	2.547	2.585	2.624	2.663	2.703	2.744
SMM	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Dağ Bed Gid.	\$'000	328,2	333,3	338,5	343,7	349,0	354,4	359,8	365,3	370,9	376,5	382,2	388,0	393,8	399,7	405,7	411,8
MWh Baş.	\$	18,7	19,1	19,5	20,0	20,4	20,8	21,3	21,8	22,2	22,7	23,2	23,7	24,2	24,8	25,3	25,9
Satış Gel. Oran	%	15,2%	15,4%	15,3%	15,2%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diger Gid.	\$'000	85,7	87,6	89,5	91,5	93,5	95,5	97,6	99,7	101,9	104,1	106,4	108,7	111,1	113,5	116,0	118,5
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	414	421	428	435	442	450	457	465	473	481	489	497	505	513	522	530
İNA	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Satışlar	\$'000	2.161	2.162	2.214	2.268	2.325	2.361	2.397	2.434	2.471	2.509	2.547	2.585	2.624	2.663	2.703	2.744
Değişim	%	4,1%	0,0%	2,4%	2,4%	2,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
SMM	\$'000	(414)	(421)	(428)	(435)	(442)	(450)	(457)	(465)	(473)	(481)	(489)	(497)	(505)	(513)	(522)	(530)
Brüt Kar	\$'000	1.747	1.741	1.786	1.833	1.883	1.911	1.940	1.969	1.998	2.028	2.058	2.088	2.119	2.150	2.182	2.213
Brüt Marj	%	80,8%	80,5%	80,7%	80,8%	81,0%	80,9%	80,9%	80,9%	80,9%	80,8%	80,8%	80,8%	80,8%	80,7%	80,7%	80,7%
Faaliyet Gid.	\$'000	1.717	1.710	1.754	1.800	1.850	1.877	1.905	1.934	1.962	1.991	2.020	2.050	2.080	2.110	2.141	2.171
FAVÖK	%	79,4%	79,1%	79,2%	79,4%	79,6%	79,5%	79,5%	79,4%	79,4%	79,4%	79,3%	79,3%	79,3%	79,2%	79,2%	79,1%
FAVÖK Marjı		(30)	(31)	(32)	(32)	(33)	(34)	(34)	(35)	(36)	(37)	(38)	(38)	(39)	(40)	(41)	(42)
Amortisman	\$'000	(389)	(389)	(389)	(389)	(389)	(360)	(145)	(59)	(5)	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	1.328	1.322	1.366	1.412	1.461	1.517	1.760	1.875	1.957	1.991	2.020	2.050	2.080	2.110	2.141	2.171
Vergi Oranı	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(166)	(165)	(171)	(176)	(183)	(190)	(220)	(234)	(245)	(249)	(253)	(256)	(260)	(264)	(268)	(271)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	5	(0)	3	4	3	2	2	2	2	2	2	3	2	2	2	3
SNA	\$'000	1.546	1.545	1.581	1.620	1.664	1.686	1.684	1.697	1.715	1.740	1.766	1.791	1.818	1.844	1.871	1.897
İskonto fakt.	10,1%	0,198	0,180	0,164	0,149	0,135	0,122	0,111	0,101	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,051	0,047
İNA		307	278	259	241	224	206	187	171	157	145	133	123	113	104	96	88

Bağlı Ort.	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Kurulu güç	kWp	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416	11.416
Üretim	MWh	15.812	15.703	15.595	15.487	15.378	15.270	15.162	15.053	14.945	14.837	4.398
YEKDEM	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	15.812	15.703	15.595	15.487	15.378	15.270	15.162	15.053	14.945	14.837	4.398
Fiyat	\$/KWh	0,176	0,180	0,184	0,188	0,192	0,196	0,200	0,205	0,209	0,214	0,219
Satış	\$'000	2.785	2.826	2.868	2.910	2.953	2.996	3.040	3.084	3.128	3.174	961
SMM	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Dağ Bed Gid.	\$'000	417,9	424,1	430,4	436,7	443,2	449,6	456,2	462,8	469,5	476,3	144,3
MWh Baş..	\$	26,4	27,0	27,6	28,2	28,8	29,4	30,1	30,7	31,4	32,1	32,8
Satış Gel.Oran	%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%	15,0%
Diger Gid	\$'000	121,1	123,8	126,5	129,2	132,1	134,9	137,9	140,9	144,0	147,1	104,8
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	-28,8%
Toplam	\$'000	539	548	557	566	575	585	594	604	614	623	249
İNA	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Satışlar	\$'000	2.785	2.826	2.868	2.910	2.953	2.996	3.040	3.084	3.128	3.174	961
Değişim	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	1,4%	-69,7%
SMM	\$'000	(539)	(548)	(557)	(566)	(575)	(585)	(594)	(604)	(614)	(623)	(249)
Brüt Kar	\$'000	2.245	2.278	2.311	2.344	2.377	2.411	2.445	2.480	2.515	2.550	712
Brüt Marj	%	80,6%	80,6%	80,6%	80,6%	80,5%	80,5%	80,5%	80,4%	80,4%	80,4%	74,1%
Faaliyet Gid.	\$'000	(43)	(44)	(45)	(46)	(47)	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)	(16)
FAVÖK	\$'000	2.203	2.234	2.266	2.298	2.331	2.364	2.397	2.430	2.464	2.498	696
FAVÖK Marjı	%	79,1%	79,1%	79,0%	79,0%	78,9%	78,9%	78,9%	78,8%	78,8%	78,7%	72,4%
Amortisman	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	2.203	2.234	2.266	2.298	2.331	2.364	2.397	2.430	2.464	2.498	696
Vergi Oranı	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(275)	(279)	(283)	(287)	(291)	(295)	(300)	(304)	(308)	(312)	(87)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm Değ.	\$'000	2	2	2	3	2	2	2	3	3	3	(7)
SNA	\$'000	1.925	1.953	1.981	2.008	2.037	2.066	2.095	2.124	2.154	2.183	616
İskonto Fakt.	10,1%	0,042	0,038	0,035	0,032	0,029	0,026	0,024	0,022	0,020	0,018	0,016
İNA	\$'000	81	75	69	64	59	54	50	46	42	39	10

Değer Tarihi FD Kurulu güç (kWp) FD/MWp

USD'000
İNA toplamı 13.485
Devam eden değer -
Firma Değeri 13.485

13.784 11.416 1.207

73

3-Masfene'in %100 Pay Sahibi Olduğu 2 Bağlı Ortaklık Tarafından İşletilen 2 Lisanslı Santral

Lisanslı Santr.	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Kurulu güç	kWp	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500
Üretim	MWh	30.881	36.964	36.774	36.583	36.393	36.202	36.012	35.821	35.631	35.440	35.249	35.059	34.868	34.678	34.487	34.297
Yerli Akşam	MWh	30.881	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YEKDEM	MWh	-	36.964	36.774	36.583	36.393	36.202	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	-	-	-	-	-	-	36.012	35.821	35.631	35.440	35.249	35.059	34.868	34.678	34.487	34.297
Fiyat	\$/KWh	0,145	0,133	0,133	0,133	0,133	0,133	0,088	0,088	0,092	0,098	0,103	0,105	0,110	0,113	0,117	0,118
Satış	\$'000	4.464	4.916	4.891	4.866	4.840	4.815	3.153	3.152	3.278	3.467	3.642	3.673	3.846	3.924	4.022	4.034
SMM	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Bag Bed Gid.	\$'000	195,6	230,6	235,3	239,2	243,2	247,0	251,1	255,2	259,4	263,6	267,9	272,3	276,7	281,2	285,8	290,4
MWh Baş..	\$	6,3	6,2	6,4	6,5	6,7	6,8	7,0	7,1	7,3	7,4	7,6	7,8	7,9	8,1	8,3	8,5
Satış Gel.Oran	%	4,4%	4,7%	4,8%	4,9%	5,0%	5,1%	8,0%	8,1%	7,9%	7,6%	7,4%	7,4%	7,2%	7,2%	7,1%	7,2%
Diger Gid.	\$'000	73	100	102	105	107	109	112	114	117	119	122	124	127	130	133	136
Değişim	%	-30,5%	2,6%	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	269	331	338	344	350	356	363	369	376	383	390	397	404	411	419	426
NA	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Satışlar	\$'000	4.464	4.916	4.891	4.866	4.840	4.815	3.153	3.152	3.278	3.467	3.642	3.673	3.846	3.924	4.022	4.034
Değişim	%	422,4%	9,6%	9,6%	-10,0%	-1,5%	-1,6%	-35,2%	-34,9%	-31,9%	10,0%	15,6%	12,0%	10,9%	7,7%	9,5%	4,9%
SMM	\$'000	(269)	(331)	(338)	(344)	(350)	(356)	(363)	(369)	(376)	(383)	(390)	(397)	(404)	(411)	(419)	(426)
Brüt Kar	\$'000	4.195	4.586	4.553	4.522	4.490	4.459	2.790	2.782	2.903	3.085	3.253	3.276	3.442	3.513	3.604	3.608
Brüt Marj	%	94,0%	93,3%	93,1%	92,9%	92,8%	92,6%	88,5%	88,3%	88,5%	89,0%	89,3%	89,2%	89,5%	89,5%	89,6%	89,4%
Faaliyet Gid.	\$'000	(4)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)	(27)	(28)	(29)	(29)	(30)	(31)	(31)	(32)	(33)	(33)
FAVÖK	\$'000	4.192	4.561	4.528	4.496	4.464	4.432	2.763	2.754	2.874	3.055	3.223	3.246	3.411	3.481	3.571	3.575
FAVÖK Marjı	%	93,9%	92,8%	92,6%	92,4%	92,2%	92,0%	87,6%	87,4%	87,7%	88,1%	88,5%	88,4%	88,7%	88,7%	88,8%	88,6%
Amortisman	\$'000	(363)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)
FVÖK	\$'000	3.829	4.078	4.045	4.013	3.980	3.948	2.280	2.271	2.391	2.572	2.739	2.762	2.928	2.998	3.088	3.092
Vergi Oran	%	25,0%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(957)	(510)	(506)	(502)	(498)	(494)	(285)	(284)	(299)	(321)	(342)	(345)	(366)	(375)	(386)	(386)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	81	(15)	(2)	(1)	(1)	(1)	(59)	0	4	6	6	1	6	3	3	1
SNA	\$'000	3.154	4.067	4.024	3.995	3.967	3.939	2.537	2.470	2.571	2.727	2.875	2.899	3.039	3.104	3.182	3.188
İskonto fakt.	10,1%	0,930	0,845	0,767	0,696	0,632	0,574	0,521	0,473	0,430	0,390	0,354	0,322	0,292	0,265	0,241	0,219
İNA		2.933	3.435	3.086	2.781	2.508	2.261	1.322	1.169	1.104	1.064	1.018	932	887	823	766	697

İşansız Sınl.	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Birim																
Kurulu güç	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500
MWh	34.106	33.916	33.725	33.535	33.344	33.154	32.963	32.773	32.582	32.391	32.201	32.010	31.820	31.629	31.439	31.248
Yerli Akşam	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YERDEM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	34.106	33.916	33.725	33.535	33.344	33.154	32.963	32.773	32.582	32.391	32.201	32.010	31.820	31.629	31.439	31.248
Fiyat	\$/KWh	0,124	0,128	0,132	0,136	0,139	0,142	0,145	0,148	0,151	0,155	0,158	0,162	0,165	0,169	0,172
Satış	\$'000	4.201	4.206	4.309	4.416	4.531	4.637	4.752	4.827	4.904	4.981	5.060	5.140	5.220	5.302	5.385
SMM	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2057
Dağ Bed Gid.	\$'000	295,1	299,9	304,7	309,6	314,6	319,6	324,7	329,9	335,1	340,4	345,8	351,3	356,8	362,4	368,1
MWh Baş.	\$	8,7	8,8	9,0	9,2	9,4	9,6	9,9	10,1	10,3	10,5	10,7	11,0	11,2	11,5	11,7
Satış Gel.Oran	%	7,0%	7,1%	7,1%	7,0%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Diğer Gid.	\$'000	139	142	145	148	151	154	158	161	165	168	172	176	180	184	188
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	434	442	449	457	466	474	482	491	500	509	518	527	536	546	556
NA	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2057
Satışlar	\$'000	4.201	4.206	4.309	4.416	4.531	4.603	4.677	4.752	4.827	4.904	4.981	5.060	5.140	5.220	5.302
Değişim	%	7,1%	4,6%	6,8%	5,1%	7,7%	6,8%	5,9%	4,9%	4,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
SMM	\$'000	(434)	(442)	(449)	(457)	(466)	(474)	(482)	(491)	(500)	(509)	(518)	(527)	(536)	(546)	(556)
Brüt Kar	\$'000	3.768	3.764	3.860	3.959	4.065	4.129	4.195	4.260	4.327	4.395	4.463	4.533	4.603	4.675	4.747
Brüt Marj	%	89,7%	89,5%	89,6%	89,6%	89,7%	89,7%	89,7%	89,7%	89,6%	89,6%	89,6%	89,6%	89,5%	89,5%	89,5%
Faaliyet Gid.	\$'000	(34)	(35)	(35)	(36)	(37)	(38)	(39)	(40)	(40)	(41)	(42)	(43)	(44)	(45)	(46)
FAVÖK	\$'000	3.734	3.729	3.824	3.922	4.028	4.092	4.156	4.221	4.287	4.354	4.421	4.490	4.559	4.629	4.701
FAVÖK Marjı	%	88,9%	88,7%	88,7%	88,8%	88,9%	88,9%	88,9%	88,8%	88,8%	88,8%	88,8%	88,7%	88,7%	88,7%	88,6%
Amortisman	\$'000	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)	(483)
FVÖK	\$'000	3.250	3.246	3.341	3.439	3.545	3.608	3.672	3.737	3.802	3.867	3.932	4.000	4.069	4.139	4.208
Ferji Oranı	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(406)	(406)	(418)	(430)	(443)	(451)	(459)	(475)	(505)	(519)	(553)	(561)	(570)	(588)	(597)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	6	(0)	3	4	4	2	2	3	2	2	2	3	3	3	3
SNA	\$'000	3.322	3.324	3.403	3.489	3.581	3.638	3.695	3.743	3.780	3.832	3.867	3.926	3.987	4.048	4.111
İskonto fakt.	10,1%	0,198	0,180	0,164	0,149	0,135	0,122	0,111	0,101	0,092	0,083	0,076	0,069	0,062	0,057	0,051
İNA		659	599	557	518	483	445	411	378	346	319	292	269	248	229	211

Lisanslı Sekt.	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2068	2059	2060	2061	2062
Kurulu güç	kWp	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500	24.500
Üretim	MWh	31.058	30.867	30.677	30.486	30.296	30.105	29.914	29.724	29.533	29.343	7.322	31.058	30.867	30.677	30.486	30.296
Yerli Akam	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
YEKDEM	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	31.058	30.867	30.677	30.486	30.296	30.105	29.914	29.724	29.533	29.343	7.322	31.058	30.867	30.677	30.486	30.296
Fiyat	\$/kWp	0,176	0,180	0,184	0,188	0,192	0,196	0,200	0,205	0,209	0,214	0,219	0,176	0,180	0,184	0,188	0,192
Satış	\$'000	5.469	5.555	5.641	5.728	5.817	5.906	5.997	6.089	6.182	6.276	1.600	5.469	5.555	5.641	5.728	5.817
SNM	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2068	2059	2060	2061	2062
Dağ Bel Gid.	\$'000	379,7	385,6	391,6	397,7	403,8	410,1	416,4	422,7	429,2	435,7	111,1	379,7	385,6	391,6	397,7	403,8
MWh Baş..	\$	12,2	12,5	12,8	13,0	13,3	13,6	13,9	14,2	14,5	14,9	15,2	12,2	12,5	12,8	13,0	13,3
Satış Göl. Oran	%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%	6,9%
Diğer Gid.	\$'000	196	200	204	209	214	218	223	228	233	238	201	196	200	204	209	214
Değişim	%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	-15,5%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Toplam	\$'000	576	586	596	607	617	628	639	651	662	674	312	576	586	596	607	617
İNA	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068	2068	2059	2060	2061	2062
Satışlar	\$'000	5.469	5.555	5.641	5.728	5.817	5.906	5.997	6.089	6.182	6.276	1.600	5.469	5.555	5.641	5.728	5.817
Değişim	%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	-73,7%	4,8%	4,8%	4,7%	4,7%	4,7%
SMM	\$'000	(576)	(586)	(596)	(607)	(617)	(628)	(639)	(651)	(662)	(674)	(312)	(576)	(586)	(596)	(607)	(617)
Brüt Kar	\$'000	4.894	4.969	5.045	5.122	5.199	5.278	5.358	5.439	5.520	5.603	1.288	4.894	4.969	5.045	5.122	5.199
Brüt Marj	%	89,5%	89,5%	89,4%	89,4%	89,4%	89,4%	89,3%	89,3%	89,3%	89,3%	80,5%	89,5%	89,5%	89,4%	89,4%	89,4%
Faaliyet Gid.	\$'000	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)	(54)	(55)	(56)	(57)	(58)	(18)	(48)	(49)	(50)	(51)	(52)
FAVÖK	\$'000	4.846	4.920	4.995	5.070	5.147	5.225	5.303	5.383	5.463	5.545	1.270	4.846	4.920	4.995	5.070	5.147
FAVÖK Marjı	%	88,6%	88,6%	88,5%	88,5%	88,5%	88,5%	88,4%	88,4%	88,4%	88,3%	79,4%	88,6%	88,6%	88,5%	88,5%	88,5%
Amortisman	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	4.846	4.920	4.995	5.070	5.147	5.225	5.303	5.383	5.463	5.545	1.270	4.846	4.920	4.995	5.070	5.147
Vergi Oranı	%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Vergi	\$'000	(606)	(615)	(624)	(634)	(643)	(653)	(663)	(673)	(683)	(693)	(159)	(606)	(615)	(624)	(634)	(643)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	3	3	2	3	3	3	2	3	3	3	(47)	3	3	2	3	3
SNA	\$'000	4.237	4.302	4.368	4.433	4.501	4.569	4.638	4.706	4.777	4.848	1.159	4.237	4.302	4.368	4.433	4.501
İskonto fakt.	10,1%	0,042	0,038	0,035	0,032	0,029	0,026	0,024	0,022	0,020	0,018	0,016	0,042	0,038	0,035	0,032	0,029
İNA		179	165	152	140	129	119	110	101	93	86	19	179	165	152	140	129
USD'000																	
İNA toplamı				34.241			35.001		24.500								1,429
Devam eden değer																	
Firma Değeri				34.241													

4-Yunanistan'daki Bağlı Ortaklık Tarafından İşletilen 11 Santral

Yunan. Santr.	Birim	26'9AY	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Kurulu güç	kWp	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203
Üretim	MWh	15.162	17.229	17.132	17.035	16.938	16.841	16.744	16.647	16.550	16.452	16.355	16.258	16.161	16.064	15.967	15.870
Garanti Alım	MWh	15.162	17.229	17.132	17.035	16.938	16.841	16.744	16.647	16.550	16.452	16.355	16.258	16.161	16.064	15.967	15.870
PTF	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fiyat	\$/KWh	0,080	0,081	0,081	0,081	0,081	0,081	0,081	0,082	0,082	0,082	0,082	0,082	0,082	0,082	0,083	0,083
Satış	\$'000	1.211	1.392	1.384	1.378	1.372	1.369	1.364	1.358	1.353	1.347	1.342	1.336	1.330	1.325	1.319	1.314
İNA	Birim	26'9AY	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Satışlar	\$'000	1.211	1.392	1.384	1.378	1.372	1.369	1.364	1.358	1.353	1.347	1.342	1.336	1.330	1.325	1.319	1.314
Değişim	%	-	-2,1%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,2%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
SMM	\$'000	(159)	(196)	(195)	(195)	(194)	(193)	(192)	(192)	(191)	(190)	(189)	(189)	(188)	(187)	(186)	(185)
Brüt Kar	\$'000	1.052	1.195	1.189	1.184	1.179	1.176	1.171	1.167	1.162	1.157	1.152	1.148	1.143	1.138	1.133	1.128
Brüt Marj	%	86,8%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%
Faaliyet Gid.	(8)	(13)	(13)	(13)	(13)	(14)	(14)	(14)	(15)	(15)	(15)	(16)	(16)	(16)	(17)	(17)	(17)
FAVÖK	\$'000	1.043	1.183	1.176	1.170	1.165	1.162	1.157	1.152	1.147	1.142	1.137	1.132	1.126	1.121	1.116	1.111
FAVÖK Marjı	%	86,2%	85,0%	84,9%	84,9%	84,9%	84,9%	84,8%	84,8%	84,8%	84,8%	84,7%	84,7%	84,7%	84,6%	84,6%	84,6%
Amortisman	\$'000	(191)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)
FVÖK	\$'000	852	928	921	915	910	907	902	897	892	887	882	877	871	866	861	856
Vergi Oranı	%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Vergi	\$'000	(187)	(204)	(203)	(201)	(200)	(200)	(198)	(197)	(196)	(195)	(194)	(193)	(192)	(191)	(189)	(188)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Sırm Değ.	\$'000	37	(2)	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)
SNA	\$'000	819	980	974	969	965	963	959	955	951	947	943	939	935	931	927	923
İskonto fakt.	8,5%	0,940	0,866	0,798	0,735	0,677	0,624	0,575	0,530	0,488	0,450	0,414	0,382	0,352	0,324	0,298	0,275
İNA		770	849	777	713	654	601	552	506	464	426	391	358	329	302	271	254

Yunan, Sant.	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Kurulu güç	kWp	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203
Üretim	MWh	15.773	15.675	15.578	15.481	15.384	15.287	15.190	15.093	14.996	14.898	14.801	14.704	14.607	14.510	14.413	14.316
Garanti Altım	MWh	12.803	4.220	878	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	2.969	11.456	14.701	15.481	15.384	15.287	15.190	15.093	14.996	14.898	14.801	14.704	14.607	14.510	14.413	14.316
Fiyat	\$/kWh	0,081	0,076	0,076	0,077	0,079	0,080	0,082	0,084	0,086	0,088	0,090	0,092	0,094	0,096	0,098	0,100
Satış	\$'000	1.276	1.196	1.182	1.193	1.212	1.230	1.249	1.268	1.288	1.307	1.327	1.347	1.368	1.388	1.409	1.430
İNA	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Satışlar	\$'000	1.276	1.196	1.182	1.193	1.212	1.230	1.249	1.268	1.288	1.307	1.327	1.347	1.368	1.388	1.409	1.430
Değişim	%	-2,8%	-6,3%	-1,2%	1,0%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
SMM	\$'000	(180)	(169)	(167)	(168)	(171)	(174)	(176)	(179)	(182)	(184)	(187)	(190)	(193)	(196)	(199)	(202)
Brüt Kar	\$'000	1.096	1.027	1.015	1.025	1.041	1.057	1.073	1.089	1.106	1.123	1.140	1.157	1.175	1.192	1.210	1.228
Brüt Marj	%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%
FaaliyetGid.	\$'000	1.078	1.009	997	1.006	1.021	1.037	1.053	1.069	1.085	1.101	1.118	1.135	1.152	1.169	1.186	1.204
FAVÖK	%	84,5%	84,4%	84,3%	84,3%	84,3%	84,3%	84,3%	84,3%	84,3%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%
FAVÖKMarjı																	
Amortisman	\$'000	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)	(255)
FVÖK	\$'000	823	754	742	751	766	782	798	814	830	975	1.118	1.135	1.152	1.169	1.186	1.204
Vergi Oranı	%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Vergi	\$'000	(181)	(166)	(163)	(165)	(169)	(172)	(175)	(179)	(183)	(215)	(246)	(250)	(253)	(257)	(261)	(265)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm Değ.	\$'000	(2)	(5)	(1)	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	2
SNA	\$'000	900	848	835	840	852	864	876	888	901	886	871	884	897	910	924	937
İskonto fakt.	8,5%	0,253	0,233	0,215	0,198	0,183	0,168	0,155	0,143	0,131	0,121	0,112	0,103	0,095	0,087	0,080	0,074
İNA		228	198	179	166	155	145	136	127	118	107	97	91	85	79	74	69

Yunan Sant.	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Kuruluş	kWp	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203	11.203
Üretim	MWh	14.219	14.121	14.024	13.927	13.830	13.733	13.636	13.539	13.442	13.344	3.956
Garanti Alım	MWh	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
PTF	MWh	14.219	14.121	14.024	13.927	13.830	13.733	13.636	13.539	13.442	13.344	3.956
Fiyat	\$/KWh	0,102	0,104	0,107	0,109	0,111	0,114	0,116	0,119	0,121	0,124	0,127
Satış	\$'000	1.451	1.473	1.495	1.517	1.539	1.562	1.584	1.608	1.631	1.654	501
İNA	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Satışlar	\$'000	1.451	1.473	1.495	1.517	1.539	1.562	1.584	1.608	1.631	1.654	501
Değişim	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,4%	-69,7%
SMM	\$'000	(205)	(208)	(211)	(214)	(217)	(220)	(224)	(227)	(230)	(233)	(71)
Brüt Kar	\$'000	1.246	1.265	1.284	1.303	1.322	1.341	1.361	1.381	1.401	1.421	430
Brüt Marj	%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%	85,9%
Faaliyet Gid.	(25)	(26)	(26)	(26)	(27)	(27)	(28)	(28)	(29)	(30)	(30)	(31)
FAVÖK	\$'000	1.221	1.239	1.258	1.276	1.295	1.313	1.332	1.352	1.371	1.391	399
FAVÖK Marjı	%	84,2%	84,2%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	79,7%
Amortisman	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	1.221	1.239	1.258	1.276	1.295	1.313	1.332	1.352	1.371	1.391	399
Vergi Oranı	%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Vergi	\$'000	(269)	(273)	(277)	(281)	(285)	(289)	(293)	(297)	(302)	(306)	(88)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	1	1	1	2	1	1	1	2	1	1	1
SNA	\$'000	951	965	980	994	1.008	1.023	1.038	1.052	1.068	1.083	310
İskonto fakt.	8,5%	0,068	0,063	0,058	0,053	0,049	0,045	0,042	0,038	0,035	0,033	0,030
İNA		65	61	57	53	50	46	43	40	38	35	9

USD'000	Değer Tarihli FD	Kurulu güç (kWp)	FD/MWp
	10.978	11.203	0,980

İNA toplamı	10.776
Devam eden değer	-
Firma Değeri	10.776

5-Romanya'daki Bağlı Ortaklık Tarafından İşletilecek 11 Santral

Romanya Sanit.	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Kuruluş	kWp	11.010	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140
Üretim	MWh	3.276	49.397	77.071	76.645	76.218	75.791	75.365	74.938	74.511	74.085	73.658	73.231	72.805	72.378	71.952	71.525
PTF	MWh	3.276	49.397	77.071	76.645	76.218	75.791	75.365	74.938	74.511	74.085	73.658	73.231	72.805	72.378	71.952	71.525
Fiyat	\$/KWh	0,084	0,099	0,101	0,103	0,105	0,108	0,110	0,112	0,115	0,117	0,120	0,122	0,125	0,128	0,131	0,133
Satış	\$'000	274	4.867	7.755	7.887	8.014	8.152	8.276	8.409	8.544	8.681	8.819	8.960	9.102	9.246	9.392	9.541
JNA	Birim	26'9Ay	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Satışlar	\$'000	274	4.867	7.755	7.887	8.014	8.152	8.276	8.409	8.544	8.681	8.819	8.960	9.102	9.246	9.392	9.541
Değişim	%	0,0%	1676,5%	59,3%	1,7%	1,6%	1,7%	1,5%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
SMM	\$'000	(41)	(730)	(1.163)	(1.183)	(1.202)	(1.223)	(1.241)	(1.261)	(1.282)	(1.302)	(1.323)	(1.344)	(1.365)	(1.387)	(1.409)	(1.431)
Brüt Kar	\$'000	233	4.137	6.592	6.704	6.812	6.929	7.035	7.148	7.262	7.379	7.496	7.616	7.737	7.859	7.984	8.110
Brüt Marj	%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Faaliyet Gid.	(60)	(62)	(63)	(64)	(64)	(66)	(67)	(69)	(70)	(72)	(73)	(75)	(77)	(78)	(80)	(82)	(83)
FAVÖK	\$'000	173	4.075	6.529	6.639	6.746	6.862	6.966	7.078	7.191	7.305	7.421	7.539	7.658	7.779	7.902	8.026
FAVÖK Marjı	%	63,1%	83,7%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,2%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%
Amortisman	\$'000	(50)	(726)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)
FVÖK	\$'000	123	3.349	5.425	5.535	5.642	5.758	5.862	5.974	6.087	6.201	6.317	6.435	6.554	6.675	6.798	6.922
Vergi Oranı	%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Vergi	\$'000	(20)	(536)	(868)	(886)	(903)	(921)	(938)	(956)	(974)	(992)	(1.011)	(1.030)	(1.049)	(1.068)	(1.088)	(1.108)
Yatırımlar	\$'000	(12.486)	(7.071)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Sarm Değ.	\$'000	-	286	179	10	8	9	6	10	8	9	7	10	9	9	8	11
SNA	\$'000	(12.333)	(3.817)	5.482	5.744	5.835	5.932	6.022	6.112	6.208	6.304	6.403	6.499	6.601	6.702	6.807	6.908
İskonto fakt.	10,3%	0,929	0,842	0,763	0,692	0,627	0,568	0,515	0,467	0,423	0,383	0,347	0,315	0,285	0,259	0,234	0,212
JNA	(11.456)	(3.214)	4.183	3.972	3.657	3.370	3.100	2.852	2.626	2.416	2.224	2.046	1.884	1.733	1.595	1.467	

Romanca Sanl.	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Kurulu güç	kWp	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140
Üretim	MWh	71.098	70.672	70.245	69.818	69.392	68.965	68.538	68.112	67.685	67.258	66.832	66.405	65.978	65.552	65.125	64.698
PTF	MWh	71.098	70.672	70.245	69.818	69.392	68.965	68.538	68.112	67.685	67.258	66.832	66.405	65.978	65.552	65.125	64.698
Fiyat	\$/KWh	0,136	0,139	0,142	0,145	0,149	0,152	0,155	0,159	0,162	0,166	0,169	0,173	0,177	0,181	0,184	0,188
Satış	\$'000	9.691	9.843	9.997	10.154	10.312	10.472	10.635	10.799	10.966	11.135	11.306	11.479	11.655	11.832	12.012	12.194
İNA	Birim	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Satışlar	\$'000	9.691	9.843	9.997	10.154	10.312	10.472	10.635	10.799	10.966	11.135	11.306	11.479	11.655	11.832	12.012	12.194
Değişim	%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
SMM	\$'000	(1.454)	(1.476)	(1.500)	(1.523)	(1.547)	(1.571)	(1.595)	(1.620)	(1.645)	(1.670)	(1.696)	(1.722)	(1.748)	(1.775)	(1.802)	(1.829)
Brüt Kar	\$'000	8.237	8.367	8.498	8.631	8.765	8.902	9.040	9.180	9.321	9.465	9.610	9.757	9.906	10.057	10.210	10.365
Brüt Marj	%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Faaliyet Gid.		(85)	(87)	(89)	(91)	(93)	(95)	(97)	(99)	(101)	(104)	(106)	(108)	(111)	(113)	(115)	(118)
FAVÖK	\$'000	8.152	8.279	8.409	8.540	8.672	8.806	8.943	9.080	9.220	9.361	9.504	9.649	9.796	9.944	10.095	10.247
FAVÖK Marjı	%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%	84,1%
Amortisman	\$'000	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.104)	(1.054)	(378)	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	7.048	7.175	7.305	7.436	7.568	7.702	7.839	7.976	8.116	8.307	8.497	8.689	8.881	9.073	9.265	9.457
Vergi Oranı	%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Vergi	\$'000	(1.128)	(1.148)	(1.169)	(1.190)	(1.211)	(1.232)	(1.254)	(1.276)	(1.299)	(1.329)	(1.460)	(1.544)	(1.567)	(1.591)	(1.615)	(1.639)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	9	9	8	11	10	10	8	12	10	11	9	13	11	11	9	13
SNA	\$'000	7.015	7.122	7.232	7.338	7.451	7.564	7.680	7.792	7.911	8.022	8.035	8.093	8.218	8.342	8.470	8.594
İskonto fakt.	10,3%	0,193	0,174	0,158	0,143	0,130	0,118	0,107	0,097	0,088	0,079	0,072	0,065	0,059	0,054	0,049	0,044
İNA		1.351	1.243	1.144	1.052	968	891	820	754	693	637	579	528	486	447	411	378

Romanya Saut.	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Kurulu güç	kWp	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140	65.140
Üretim	MWh	64.272	63.845	63.419	62.992	62.565	62.139	61.712	61.285	60.859	60.432	17.919
PTF	MWh	64.272	63.845	63.419	62.992	62.565	62.139	61.712	61.285	60.859	60.432	17.919
Fiyat	\$/KWh	0,193	0,197	0,201	0,205	0,210	0,215	0,219	0,224	0,229	0,234	0,239
Satış	\$'000	12.378	12.564	12.753	12.944	13.137	13.332	13.530	13.730	13.932	14.136	4.283
İNA	Birim	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067	2068
Satışlar	\$'000	12.378	12.564	12.753	12.944	13.137	13.332	13.530	13.730	13.932	14.136	4.283
Değişim	%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	-69,7%
SMM	\$'000	(1.857)	(1.885)	(1.913)	(1.942)	(1.971)	(2.000)	(2.029)	(2.059)	(2.090)	(2.120)	(642)
Brüt Kar	\$'000	10.521	10.680	10.840	11.002	11.166	11.332	11.500	11.670	11.842	12.016	3.641
Brüt Marj	%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%
Faaliyet Gid.		(121)	(123)	(126)	(129)	(131)	(134)	(137)	(140)	(143)	(146)	(150)
FAVÖK	\$'000	10.401	10.557	10.714	10.874	11.035	11.198	11.363	11.530	11.699	11.870	3.491
FAVÖK Marjı	%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	84,0%	81,5%
Amortisman	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FVÖK	\$'000	10.401	10.557	10.714	10.874	11.035	11.198	11.363	11.530	11.699	11.870	3.491
Vergi Oranı	%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
Vergi	\$'000	(1.664)	(1.689)	(1.714)	(1.740)	(1.766)	(1.792)	(1.818)	(1.845)	(1.872)	(1.899)	(559)
Yatırımlar	\$'000	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
İşlet. Serm. Değ.	\$'000	11	12	10	14	12	12	10	15	13	13	13
SNA	\$'000	8.725	8.856	8.990	9.120	9.257	9.394	9.535	9.671	9.815	9.958	2.920
İskonto fakt.	10,3%	0,040	0,036	0,033	0,030	0,027	0,024	0,022	0,020	0,018	0,016	0,015
İNA		348	320	295	271	249	229	211	194	178	164	44

USD'000	Değer Tarihli FD	Kurula güç (kWp)	FD/MWp
İNA toplamı	38.186	65.140	0,586

İNA toplamı	37.341
Devam eden değer	-
Firma Değeri	37.341

EK-2

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

22.06.2026

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("**DenizYatırım**") **Masfen Enerji Anonim Şirketi** ("**Masfen Enerji**" veya "**Şirket**") arasında 26.07.2024 tarihinde imzalanan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi çerçevesinde DenizYatırım, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlamaktadır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerine Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş 34394 Şişli - İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783 Tic. Sic. No: 388440
www.denizyatirim.com.tr
Mersis No: 0291-0110-7810-0003

Pınar Taştutan

Bölüm Müdürü

Hakkı Evren Yıldırım

Bölüm Müdürü

EK-3

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

22.06.2026

Masfen Enerji Anonim Şirketi'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 22.06.2026 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurulu kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca kısmi veya geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak en az 10 çalışana,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tic. Sic. No: 2910110783
Vergi No: 2910110783
www.denizyatirim.com.tr
Mersis No: 0291011078300013

Pınar Taştutan

Bölüm Müdürü

Hakkı Evren Yıldırım

Bölüm Müdürü

EK-4

SERMAYE PİYASASI KURULU
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 ANKARA

22.06.2026

VII-128.1 sayılı Pay Tebliğinin 29/3 fıkrası uyarınca, Kuruluşumuzca son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapılmamış olan halka arzlarla ilişkin fiyat tespit raporunun değerlendirildiği analist raporları aşağıda bulunan tabloda yer almakta olup söz konusu raporlar VII-128.1 Pay Tebliği 29/2 fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan edilmiştir.

Şirket	Tarih	KAP'ta Yapılan Açıklama	Aracı Kurum İnternet Sitesinde Yapılan Açıklama
UCAYM	13.01.2026	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1541559	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1768315687.pdf
EMPAE	18.02.2026	https://www.kap.org.tr/tr/Bildirim/1558302	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1771424249.pdf
EKDMR	12.05.2026	https://kap.org.tr/tr/Bildirim/1606327	https://www.denizyatirim.com/asset/AnnouncementsPdf/1778596459.pdf

Ayrıca Kuruluşumuzca hazırlanmış analist raporlarına konu halka arzları yürüten yetkili kuruluşların ya da konsorsiyum oluşturulması halinde konsorsiyum liderlerinin ya da eş liderlerinin Şirketimiz ilişkili tarafı olmadığını beyan ederiz.

Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Büyükdere Cad. No: 141
Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Vergi No: 29/0110783 Tic.Sic.No: 388440
www.denizyatirim.com
Mersis No: 0291-0110783000013

Pınar Taştutan
Bölüm Müdürü

Hakkı Evren Yıldırım
Bölüm Müdürü