

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.

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+β*(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.

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	8.226	8.452	8.678	8.904	9.130	9.356	9.582	9.808	10.034	10.260
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)	(1.002)	(1.034)	(1.066)	(1.098)	(1.130)	(1.162)	(1.194)	(1.226)	(1.258)	(1.290)	(1.322)
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)
FAVÖK	\$'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

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

Lisanslı Santr.	Birim	26'9 Ay	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	26'9 Ay	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	26'9 Ay	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 Marj	%	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	4.209
Feraj 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
SNIM	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. Sant.	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	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
İNA toplamı	10.978	11.203	0,980
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)	(66)	(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	8.649	8.796	8.944	9.095	9.247
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.	\$'000	10.401	10.557	10.714	10.874	11.035	11.198	11.363	11.530	11.699	11.870	3.491
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	Kurulu 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