



ENDA ENERJİ HOLDİNG AŞ.

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU – 2
(01 Ocak – 31 Mart 2025 Ara Hesap Dönemi)**

22 Mayıs 2025

**Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 No’lu Pay Tebliği’nin 29/(5) Maddesi Uyarınca
Hazırlanmıştır.**

I- RAPORUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 No'lu Pay Tebliği'nin 29/(5). Maddesinde;

"Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü yer almaktadır.

Enda Enerji Holding AŞ. ("Enda" ve "Şirket")'nin paylarının ilk defa halka arz edilmesine aracılık eden konsorsiyum lideri Tacirler Yatırım Menkul Değerler AŞ. tarafından hazırlanan 11.10.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu, 29.01.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanmış ve Şirket'in payları 13.02.2025 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

SPK II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği'nin 5/(4) maddesi çerçevesinde yapılacak ilk genel kurulda SPK II-17.1 Kurumsal Yönetim Tebliği'ne uyum sağlanacak olup Şirketimizde henüz Denetim Komitesi bulunmamaktadır. Yukarıda açıklanan mevzuat kapsamında, Enda'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların **01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemine** ilişkin olarak gerçekleşip gerçekleşmediğine dair şirket Yönetim Kurulu tarafından işbu rapor hazırlanmıştır.

II- HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleşen halka arzda, Enda'nın mevcut 345.477.486 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin 445.477.486 TL'ye artırım kapsamında, 100.000.000 TL nominal değerli 100.000.000 adet B grubu hamiline yazılı payın halka arz edilmek suretiyle sermayenin artırılmasına ilişkin izahnamesi 23.01.2025 tarihinde Sermaye Piyasası Kurulu'nca onaylanmış olup 05-07.02.2025 tarihleri arasında gerçekleşen talep toplama sonucunda Şirket, toplam 91.719.684 TL nominal değerli 91.719.684 adet hissenin (hisse başına 17,44 TL) sabit fiyatla satışını gerçekleştirmiştir. Söz konusu halk arz sonucunda Şirket'in mevcut 345.477.486 TL olan sermayesi 437.197.170 TL'ye çıkartılmış ve Şirket payları 13.02.2025 tarihinden itibaren Borsa İstanbul Ana Pazar'da işlem görmeye başlamıştır.

III- FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Tacirler Yatırım Menkul Değerler AŞ. tarafından 11.10.2024 tarihinde hazırlanan ve 29.01.2025 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, Enda'nın halka arz edilecek paylarının değerinin tespit edilmesinde kullanılan verilerin,

- 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023 ve 30.06.2024 tarihlerinde sona eren dönemler için hazırlanan özel bağımsız denetim raporları ile Şirket ve bağlı ortaklıkları için hazırlanan solo mali tablolarına,
- Modus Enerji Yatırım ve Danışmanlık tarafından Enda Enerji Holding için hazırlanan 2024 – 2045 dönemine ilişkin Türkiye Elektrik Piyasası Kapasite/Üretim/Talep/Piyasa Takas Fiyatı Tahmin Raporu'na,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler ile Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve
- Tacirler Yatırım'ın analizlerine dayandığı açıklanmıştır.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda temel olarak aşağıdaki iki değerlendirme yöntemi eşit ağırlıklı olarak kullanılmıştır.

a. Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)- (%50)

b. Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi – (%50)

a. Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)

Enda'nın özsermaye değerine ulaşılırken Şirket bünyesinde bulunan bağlı ortaklıklar ve iştiraklerin değerleri hesaplanmış ve her bir değer toplanarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Şirket'in bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve sahiplik oranları ile değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgi ise aşağıdaki gibidir:

Ticaret Unvanı	Doğrudan ve Dolaylı Sahiplik Oranı %	Değerleme Yöntemi
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş.	59,62	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı

Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.	95,00	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Ensaf Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş.	100,00	Özkaynak Yaklaşımı
RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş.\Türkiye	66,33	Özkaynak Yaklaşımı
İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş.	14,95	Yatırım Bedeli
Tasfiye Halinde Antalya Enerji Üretim A.Ş.*	49,77	Tasfiye Halinde

* Şirket'in %49,77 dolaylı pay sahibi olduğu iştiraki tasfiye halindedir ve değerlemeye dahil edilmemiştir.

Enda için Maliyet yaklaşımı kapsamında Net Aktif Değer Yöntemi ile **7.086.087.686 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır. Aşağıdaki tabloda, hesaplanan yöntemlere göre Şirket'in değerlendirme özeti sunulmaktadır.

Net Aktif Değer

Ticaret Unvanı/ Kurulduğu Ülke	Doğrudan ve Dolaylı %	Sermaye (TL) 31.12.2023	Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (M TL)	Enda Enerji'ye Katkı (M TL)
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. Türkiye	74,53	210.000.000	Ortalama	6.255	4.662
			Gelir Yaklaşımı	6.009	-
			Pazar Yaklaşımı	6.500	-
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	59,62	12.500.000	Ortalama	1.048	625
			INA- 2057	1.115	-
			Pazar Yaklaşımı	981	-
Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	95	26.750.000	Ortalama	919	873
			INA- 2052	1.136	-
			Pazar Yaklaşımı	702	-
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	74,53	3.000.000	Ortalama	257	155
			INA- 2052	210	-
			Pazar Yaklaşımı	304	-
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. Türkiye	74,53	27.600.000	Ortalama	575	429
			INA- 2044	553	-
			Pazar Yaklaşımı	597	-
Ensaf Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş. Türkiye	100	5.000.000	Özkaynak Değeri	12	12
RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş.\Türkiye	66,33	765.000	Özkaynak Değeri	0	0
TOPLAM ÜRETİM ŞİRKETLERİNDEN GELEN					6.793

Ticaret Unvanı/ Kurulduğu Ülke	Doğrudan ve Dolaylı %	Sermaye (TL) 31.12.2023	Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (M TL)	Enda Enerji'ye Katkı (M TL)
İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş. \\Türkiye	14,95	2.000.000	Özkaynak Maliyet		0,299
Antalya Enerji Üretim A.Ş. \\Türkiye	49,77	75.000.000	Özkaynak Maliyet		Tasfiye Halinde
TOPLAM BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLER					6.901
Enda Enerji Solo Aktif/Pasifleri					324
TOPLAM NET AKTİF DEĞER					7.117
Dağıtılması Planlanan Kar Payı (-)					30,8
DÜZELTME SONRASI NET AKTİF DEĞER					7.086

b. Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Enda'nın değerlemesinde Şirket'in operasyonel kar performansını en iyi yansıttığı düşünülen aşağıdaki çarpanlar kullanılmıştır;

- Firma Değeri/FAVÖK çarpanı,
- FD/Kurulu Güç(MW) çarpanı ve
- PD/DD çarpanı

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK ve F/K gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi sonucunda Parasal Kayıp/Kazanç hesabı adı altında Şirket'in olağan faaliyetlerinden kaynaklanmayan bir kayıp ve Ertelenmiş Vergi Gideri ortaya çıkmış ve enflasyon düzeltmesinden gelen söz konusu kayıp ve vergi gideri Net Kârı azaltıcı yönde baskılamıştır, bu nedenle, F/K yaklaşımı değerlendirilmesinde kullanılmamıştır. Şirket'in operasyonel kar performansını en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı, enerji sektöründe yenilenebilir enerji şirketlerinin değerlemelerinde tercih edilen çarpanlardan biri olan FD/Kurulu Güç çarpanı ve TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi ile aktiflerin enflasyon katsayısı ile güncellenmesi sonucunda değerlendirilmede dikkate alınması anlamlı hale geldiğinden PD/DD çarpanı kullanılmıştır.

Enda Enerji Holding'in içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örnekleme ulaşmak amacıyla, hem yurt içinde hem de yurt dışında faaliyet gösteren ve Şirket ile benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketlerin dahil edildiği bir örneklem oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda yurt içi ve

yurt dışı benzer şirket analizi için -yurt içi ve yurt dışında işlem gören yenilenebilir enerji şirketleri dikkate alınmıştır.

Yurt içi çarpan analizinde kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/MW çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Hesaplanan Firma Değerleri'ne net nakit eklenmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Enda için 6.600.159.602 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yurt dışı çarpan analizinde kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/MW çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Hesaplanan Firma Değerleri'nden net nakit eklenmesi sonucu oluşan piyasa değerlerinin, yukarıda verilen oranlar kullanılarak ağırlıklandırılması sonucu Enda için 10.130.341.510 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Enda Enerji Holding için **8.365.250.556 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer	50%	6.600.159.602
Yurt Dışı Benzer	50%	10.130.341.510
Toplam Özsermaye Değeri		8.365.250.556

c. Nihai Değerleme Sonucu

Nihai Değerleme kapsamında Enda'nın Özsermaye Değeri için kullanılan Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Net Aktif Değer Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analiz Yöntemi ile hesaplanan Şirket Özsermaye Değerine eşit ağırlık verilerek, Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri **7.725.669.121 TL** olarak belirlenmiştir.

TL	Net Aktif Değer	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	7.086.087.686	8.365.250.556
<i>Ağırlık</i>	<i>%50</i>	<i>%50</i>
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		7.725.669.121

Enda, enerji yatırımları yapmakta olan bir şirket olup, halka arzdan elde edilecek fon ile organik ve inorganik yatırımlarla büyümeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda Fon Kullanım Yeri Raporu'nda da belirtildiği gibi Şirket mevcut kapasite artırım yatırımları yanında, inorganik büyüme çerçevesinde satın almalar yapılması da gündemdedir. Şirket bu kapsamda çalışmalarını sürdürmekte olup, Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla bu konuda somut bir

gelişme olmadığı için, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda olası bir satın almanın Şirket değerine katkısına ilişkin bir değerlendirme yapılmamıştır. Ancak Şirket'in bu tür büyüme planlarının Şirket'in halka arz sonrası değerine olumlu etki yapacağı düşünülmekte ve bu çerçevede halka arz iskontosunun %22 olarak uygulanmasının makul olacağı değerlendirilmiştir. Özsermaye Değerine %22 halka arz iskontosu uygulanarak, Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri **6.026.021.915 TL** ve pay başına değer de yuvarlama sonucu **17,44 TL** olarak hesaplanmıştır.

Pay Başı Değer Hesaplaması - TL

Halka Arz Öncesi Sermaye	345.477.486
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	7.725.669.121
Halka Arz İskontosu (-)	22%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	6.026.021.915
Pay Başına Değer (TL)	17,44

IV- TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ

Üretim, Gelir ve FAVÖK

Tacirler Yatırım Menkul Değerler AŞ. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 2025 yılı ve sonrasına ait aylık üretim tahminleri, sezonsallık nedeniyle önceki yıllarda gerçekleşen santral bazındaki aylık üretim miktarlarının ortalamaları dikkate alınarak yapılmış olup 01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemi için tahminlerin gerçekleşme oranları aşağıdaki gibidir:

Üretim Miktarları (Mwh)	01.01- 31.03.2025 Ara Dönem Tahmini	01.01- 31.03.2025 Ara Dönem Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı (%)
RES	69.732	58.245	84%
HES	95.061	15.006	16%
JES	12.178	10.492	86%
GES*	-	3.079	100%
TOPLAM	176.971	86.822	49%

**Şirket'in bağlı ortaklıklarından Ege Enerji Üretim A.Ş., toplam 10,3 MWp kurulu güce sahip lisanssız 3 adet güneş enerjisi santralini (GES) bünyelerinde bulunduran Ege Ges 1 Elektrik Üretim A.Ş. ile Ege Ges 2 Elektrik Üretim A.Ş. hisselerinin tamamını 05.12.2024 tarihinde satın aldığı için 11.10.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu tahminlerinde yer almamaktadır.*

Enda'nın bağlı ortaklıklarına ait elektrik santrallerinin 2025 yılı ilk çeyrek (01 Ocak-31 Mart) dönemine ilişkin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan Amerikan Doları (USD) bazındaki Satış ve FAVÖK tahminleri, gerçekleşen ortalama döviz kurları ile Türk Lirasına çevrilmiş ve oluşturulan tahmini rakamlar ile fiilen gerçekleşen veriler karşılaştırılmıştır.

Elektrik Santralleri (RES-HES-JES-GES)	01.01-31 Mart 2025 Ara Dönem Tahmini*	01.01-31 Mart 2025 Ara Dönem Gerçekleşen**	Gerçekleşme Oranı (%)
Satışlar	469.719.762	277.337.969	59%
FAVÖK	334.243.789	136.398.986	41%

*01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemi için ortalama USD kuru: 36,2108 TL dikkate alınmıştır. 05.12.2024 tarihinde satın alınan lisanssız 3 GES'in üretim, satış ve FAVÖK değerleri Fiyat Tespit Raporu tahminlerinde yer almamaktadır.

** 01 Ocak-31 Mart 2025 Ara hesap dönemine ait konsolide kar/zarar tablosunda yer alan, 29 No'lu Türkiye Muhasebe Standardı (TMS-29) kapsamında enflasyon etkisine göre düzeltilmiş tutarlardır. Üretim santrallerinin hasılatına enerji ticaretinden kaynaklanan satış gelirleri dahil edilmemiştir. Şirket'in dolaylı bağlı ortaklıklarından Ensaf Elektrik Enerjisi Ticaret AŞ.'in perakende elektrik satışlarından elde edilen hasılat ve FAVÖK ile Esas Faaliyetlerden Olağan Diğer Gelir ve Giderler hariç tutulmuştur.

V- SONUÇ

Şirketin bağlı ortaklıklarına ait elektrik santrallerinin (5 adet RES, 4 adet HES, 1 adet JES ve 3 adet GES olmak üzere toplam 13 santralin) tamamı yenilenebilir enerji kaynaklarından üretim yapmakta olup öngörülemez doğa ve meteoroloji koşullarından olumlu/olumsuz önemli ölçüde etkilenmektedir.

IV. bölümde yer alan tablolardan görüleceği üzere, Tacirler Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemine ait elektrik üretim miktarı tahminlerin ancak %49'u gerçekleşebilmiştir. Özellikle, yılın başında beklenen yağışların olmaması, kuraklık ve düşük debi, HES'lerin üretim tahminlerinde %80'i aşan oranda sapmaya sebep olmuştur. Fiyat Tespit Raporu'nda kullanılan varsayımların geçmiş yılların aylık ortalamaları dikkate alınarak yapıldığı, dolayısıyla yıllar itibarıyla sezonluk mevsim farklılıkları yaşanabileceği göz ardı edilmemelidir. RES ve JES santrallerinin üretiminde de mevsimsel koşullar ve yaşanan bazı ufak çaplı arızalar nedeniyle söz konusu dönemin üretim miktarları tahminlerin yaklaşık %15 oranında gerisinde kalmıştır.

Şirket, 01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemine ilişkin konsolide kar/zarar tablosunda açıklandığı üzere (TMS-29 kapsamında enflasyon etkisi düzeltilmiş haliyle) bağlı ortaklıklarına ait santrallerin elektrik üretimi kaynaklı satışlarından 277.337.969 TL hasılat elde etmiştir. Aynı dönem için Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen toplam yaklaşık 12.971.814 USD tutarındaki hasılat tahmini, santrallerin üretim dönemlerindeki ortalama döviz kuru (USD/TL: 36,2108) dikkate alındığında 469.719.762 TL olarak hesaplanabilir. Buna göre fiili hasılat tutarı, fiyat tespit raporunda öngörülen hasılat tutarının %59'u olarak gerçekleşmiştir. Hasılat tutarındaki sapma oranının üretim miktarındaki sapmadan daha düşük olmasının nedeni GES üretimlerine Fiyat Tespit Raporu'ndaki tahminlerde yer verilmemiş olmasıdır.

Enda'nın bağılı ortaklıklarına ait elektrik üretim santrallerinin 01 Ocak-31 Mart 2025 ara hesap dönemine işkin (enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle) FAVÖK tutarı toplam 136.398.986 TL'dir. Fiyat Tespit Raporu'nda ise söz konusu dönem için FAVÖK tutarı toplam yaklaşık 9.230.500 USD olarak öngörülmüştür. Santrallerin üretim ve satış yaptığı dönemde gerçekleşen ortalama USD kuru (USD/TL: 36,2108) baz alındığında toplam FAVÖK tahmini 334.243.789 TL; buna göre de fiili FAVÖK gerçekleşme oranı %41 olarak hesaplanmaktadır. Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan FAVÖK tahmini ile gerçekleşme değeri arasındaki olumsuz farkın ana nedeni, yukarıda açıklandığı üzere öngörülemeyen iklim, yağış ve rüzgar koşulları nedeniyle başta HES üretim miktarları olmak üzere çeyrek dönem toplam üretim miktarının beklentilerin altında kalmasından kaynaklanmıştır. Özellikle Şirket'in hidroelektrik santrallerinin beklentilerden daha düşük üretim yapması maliyet verimliliği ve sonuç olarak beklenen karlılığı azaltmıştır.

Şirket, farklı coğrafi bölgelerde yer alan, çeşitlendirilmiş yenilenebilir enerji kaynaklarına dayanan üretim altyapısıyla pazar dalgalanmalarına karşı dirençli bir portföye ve sürdürülebilir büyümeyi destekleyecek düzenli nakit akışına sahiptir. Bu yönüyle, maliyet artışlarına karşı mevcut santrallerin verimliliği artırılarak daha güçlü bir finansal performans sağlanması hedeflenirken özellikle farklı iklim koşullarına sahip alanlarda yeni yatırımlarla ilave kaynak çeşitlendirmesi ile büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi öngörülmektedir.

Saygılarımızla,

Enda Enerji Holding AŞ.