

MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU

SERMAYE PİYASASI KURULU’NUN VII-128.1 SAYILI PAY TEBLİĞİ’NİN 29/5
MADDESİ UYARINCA HAZIRLANMIŞTIR.

03 Haziran 2024

I. Genel Bilgiler

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. ('Mogan Enerji' veya 'Şirket') iletişim bilgileri ile gerekli sicil kayıtlarına yönelik ayrıntılar aşağıdaki gibidir:

Unvanı	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.
Vergi Dairesi	Kurumlar Vergi Dairesi
Vergi Numarası	6220030703
Ticaret Sicil Numarası	43044
Merkez Adresi	Gaziosmanpaşa Mah. Ankara Cad. No:222 Gölbaşı/ANKARA
Telefon Numarası	0.312.4840570
Faks Numarası	0.312.4842677
E-Mail	info@mogan.com.tr
Web	www.mogan.com.tr

Faaliyet Alanı

Şirket'in faaliyet konusu, yasal mevzuat uyarınca; en kapsamlı şekliyle, bağlı ortaklıkları vasıtasıyla elektrik enerjisi üretimi ve ticareti alanında faaliyet göstermektir. Şirket bu doğrultuda, GÜRİŞ Grubu içerisinde elektrik üretimi ve ticareti faaliyetlerinde bulunan şirketlere iştirak etmiş ve bunları çatısı altında toplayan 'Holding' statüsünde bir çatı şirketi haline gelmiştir. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla, Şirket'in bağlı ortaklığı olarak her biri enerji sektöründeki yatırımları için kurulan toplam 12 adet SPV (özel amaçlı kuruluş) bulunmaktadır. Şirket'in enerji portföyünün tamamı yenilenebilir enerji kaynakları kullanarak elektrik üreten santrallerden oluşmakta olup enerji santrallerinin tamamı ilgili SPV'ler üzerine kayıtlıdır.

II. Raporun Konusu ve Gerekçe

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Yönetim Kurulu tarafından hazırlanmıştır.

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "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 uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

III. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirket paylarının halka arzına aracılık eden konsorsiyum liderlerinden biri olan Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.(TSKB) tarafından 08.12.2023 tarihinde hazırlanan ve 23.02.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki varsayımlar ile tespit edilmiştir.

Fiyat Tespit Raporu'nda halka arz edilecek pay başına değerin tespitinde aşağıda belirtilen iki temel değerlendirme yöntemi kullanılmıştır:

- Gelir Yaklaşımı Kapsamında
 - İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) – %50
- Pazar Yaklaşımı Kapsamında
 - Piyasa Çarpanları Analizi – %50
 - FD/FAVÖK

İndirgenmiş Nakit Akımları

Şirket'in geçmiş dönem verilerini de içerecek şekilde paylaşılmış olduğu gelir tablosu ve bilançosuna ilişkin, Şirket'in sahip olduğu 12 adet SPV içerisinde bulunan santrallerin lisans süreleri de göz önünde bulundurularak SPV bazında indirgenmiş nakit akımları Şirket'in SPV'lerdeki ortaklık payı uyarınca hesaplamalara dahil edilerek değerlendirme çalışması yapılmıştır.

Şirket'in iştirak gösterdiği 12 adet SPV için nakit akışı oluşturulmuş olup, her bir SPV firma değeri hesaplaması yapılmıştır. SPV'lerin her biri için gerçekleşmiş net finansal borç tutarları firma değerinden çıkarılmış olup, Şirket'in iştirak ettiği oran ile çarpılarak Şirket'in özsermaye değeri hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımı analizinden elde edilen özsermaye değeri hesabına ilişkin özet tablo:

İNA Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (Bin USD)	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibarıyla Özsermaye Değeri (Bin USD)
Ayvacık Elektrik Üretim A.Ş.	16.052,47	%80,00	12.841,98
Belen Elektrik Üretim A.Ş.	54.328,00	%85,00	46.178,80
Çermikler Elektrik Üretim A.Ş.	26.378,68	%80,00	21.102,94
Derne Temiz Enerji Üretim A.Ş.	183.329,17	%80,00	146.663,33
Eolos Rüzgâr Enerjisi Üretim A.Ş.	34.005,43	%85,00	28.904,62
Espiye Elektrik Üretim A.Ş.	15.669,73	%80,00	12.535,79
Gimak Enerji Üretim Ltd. Şti.	15.602,67	%85,00	13.262,27
Gürmat Elektrik Üretim A.Ş.	631.911,27	%90,00	568.720,14
İzdem Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	70.205,44	%75,00	52.654,08
Olgu Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	150.618,11	%85,00	128.025,39
Pokut Elektrik Üretim A.Ş.	16.563,36	%80,00	13.250,68
Ulu Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	55.152,98	%80,00	44.122,38
Toplam			1.088.262,40
Taksitlendirilmiş Vergi Borçları*			40.771,99
Toplam Özsermaye Değeri			1.047.490,41

*30.09.2023 tarihli Bağımsız Denetim Raporu'nda yer alan taksitlendirilmiş vergi borçları Net Finansal Borç olarak ele alınmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Değerlemeye baz oluşturacak çarpanların bulunmasında kullanılacak şirketlerin belirlenmesinde ilgili şirketlerin yenilenebilir enerji üretim faaliyetlerinde yer almasına dikkat edilmiştir.

Değerleme çalışması kapsamında Pazar Yaklaşımı metodolojisi içinde doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen Firma Değeri /FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Firma Değeri/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandırıldığı, halka açık şirket yatırımcıları tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için, bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

Şirket'in değerlendirme çalışması kapsamında, 2023 yılı 9 aylık dönem itibarıyla son on iki ay FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 15,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Değerleme Çalışmasında Kullanılan Finansal Veriler

Şirket FAVÖK'ü, 12 adet SPV ve çatı şirketin FAVÖK'lerinin iştirak ettiği oranların toplanması suretiyle hesaplanmıştır.

Şirket net finansal borcu 12 adet SPV ve çatı şirketin net finansal borçlarını iştirak ettiği oranların toplanması suretiyle hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

Yurt içi benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değerleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK çarpan değerleri Medyan 8,43x olarak belirlenmiştir.

Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanları

Yurt dışı benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değerleri, şirket bilgileri FD/FAVÖK çarpan değerleri Medyan 10,68x olarak belirlenmiştir.

Firma Değeri / FAVÖK Çarpan Analizi

Yapılan gruplandırma Şirket'in yurt içi benzer şirket çarpanları için %75 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları için %25 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamaları yansıtılmıştır.

Şirket Grupları	FD/FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler (%75)	8,43x
Yurt Dışı Benzer Şirketler (%25)	10,68x
Grupların Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri*	8,99x

*Son 12 aylık finansallar hesaplamada kullanılmıştır.

Kaynak: Bloomberg, Thomson Reuters, Finnet

Özet Piyasa Çarpanları Tablosu

Piyasa analizi kapsamında Yurt İçi Benzer Şirketler çarpanına %75, Yurt Dışı Benzer Şirketler çarpanına ise %25 ağırlık verilmiştir.

Yurt içi ve Yurt dışı olarak nitelendirilmiş, ilgili ülke borsalarında işlem gören benzer şirketlerin FD/FAVÖK 2023 SOA ağırlıklandırılmış çarpanları ve özsermaye değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Şirket Çarpanları	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler	8,43x
Yurt Dışı Benzer Şirketler	10,68x

Yurt İçi Ağırlık	%75
Yurt Dışı Ağırlık	%25
Ağırlıklandırılmış Çarpan	8,99x

Firma Değeri (Bin USD)	FAVÖK 2023 SOA*
Yurt İçi Benzer Şirketler	1.961.842
Yurt Dışı Benzer Şirketler	2.484.010
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	2.092.384

*Son 12 aylık FAVÖK tutarı kullanılmıştır.

Piyasa arpanları Analizi Değerleme Sonucu

Halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan firma değeri ve öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

(Bin USD)	FD/FAVÖK
	2023 SOA
Firma Değeri	2.092.384
Net Borç	951.675
zsermaye Değeri	1.140.709

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve halka açık benzer şirketlerden elde edilen piyasa arpanları analizi %50 - %50 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

Değerleme alışması sonucunda bulunan ağırlıklandırılmış öz sermaye değeri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Değerleme zeti (Bin USD)	z Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.047.490	%50,00	523.745
Piyasa arpanları Analizi*	1.140.709	%50,00	570.354
Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri			1.094.100

* FD/FAVÖK SOA arpanları ile ortaya çıkan değerlerin ortalamasıdır.

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

Değerleme alışması kapsamında hesaplanan zsermaye değerinin halka arz öncesi denmiş sermayesi olan 2.230.000.000 TL'ye bölünmesi sonucunda iskonto öncesi pay değeri **14,17 TL** olarak hesaplanmıştır. Elde edilen bu değere **%20,0** halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz birim pay fiyatı **11,33 TL** olarak hesaplanmıştır.

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri (Bin USD)	1.094.100
07.11.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru (TL)	28,8740
Ağırlıklandırılmış z Sermaye Değeri (Bin TL)	31.591.031
Ödenmiş Sermaye (TL)	2.230.000.000
Birim Pay Değeri (TL)	14,17
Halka Arz İskontosu (TL)	%20,0
İskontolu Birim Pay Değeri (TL)	11,33

Kaynak: TSKB Kurumsal Finansman

IV. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Üretim , Gelir ve FAVÖK

Değerleme çalışmasında kullanılan üretim miktarları, gerçekleşme verileri ile birlikte aşağıdaki tabloda verilmiştir.

ELEKTRİK ÜRETİM MİKTARI	2023 Yılı Tahmini	2023 Yılı Fiili	Gerçekleşme (%)
RES	1.642.223	1.646.798	100,28
JES	1.814.854	1.800.519	99,21
HES	185.861	191.083	102,81
Toplam Elektrik Üretimi (MWh)	3.642.938	3.638.399	99,88

Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket'in iştirak gösterdiği 12 adet SPV için (Mogan Enerji solo hariç), 2023 yılının son 3 ayına ilişkin USD bazında verilen tahmini konsolide satışlar ve FAVÖK rakamları, gerçekleşme verileri ile birlikte aşağıdaki tabloda verilmiştir. 2023 yılına ait son 3 ay gerçekleşen ortalama Amerikan Doları Kuru bilgisi tablonun altındaki dipnotta belirtilmiştir.

12 ADET SPV'ye ait	2023/Son 3 ay Tahmini (USD)	2023/Son 3 ay Tahmini (TL)	2023 ilk 9 ay Fiili (TL)	2023 Yılı Tahmini (Son 3 ay Tahmini+İlk 9 ay Fiili)	2023 Yılı Fiili	Gerçekleşme (%)
Satışlar	141.102.000	4.018.683.731	7.690.655.903	11.709.339.634	13.548.268.374	115,70
FAVÖK	100.815.000	2.871.281.771	3.558.574.763	6.429.856.534	6.736.505.187	104,77

* 2023 yılı son 3 ay ortalama USD/TL kur: 28,4807

** Yukarıdaki tabloda gösterilmiş 2023 yılı fiili gelir tablosu kalemleri Şirketimizin bağımsız denetimden geçmiş TMS-29'a göre hazırlanmış (enflasyon etkisine göre düzeltilmiş) 2023 yılı konsolide finansal tablolarından alınmıştır.

V. Sonuç

Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi, büyük ölçüde uygun meteorolojik koşullara dayanmaktadır. Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi bakımından, Şirket'in kontrolü dışında değişen meteorolojik koşullara bağlı olarak beklenen üretim hedeflerinde değişiklikler olabilmektedir. Yukarıda elektrik üretim miktarlarının belirtildiği tabloda da görüldüğü üzere, Şirket'in, 2023 yılında, RES ve HES'lerinde üretilen elektrik miktarı, Fiyat Tespit Raporu'nda aynı dönem için varsayılan beklenti rakamlarının üzerinde gerçekleşmiştir. JES'lerde üretilen elektrik miktarı neredeyse %100'e yakın oranla gerçekleşme sağlamıştır. JES'lerin beklenti rakamındaki %0,79 (bindeyetmişdokuz) oranındaki sapmada meteorolojik koşullar etkili olmuştur. Özellikle yaz aylarında üretim performansında eksi yönde etkili olan nem ve hava sıcaklığındaki artış üretim tahminlerinde değişikliklere sebep olabilmektedir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, 2023 yılı son 3 ay projeksiyonları USD cinsinden yapılmıştır. 2023 yılı son 3 ay gerçekleşen ortalama Amerikan Doları Kuru: 28,4807 olduğundan, USD tahminler bu kur ile Türk Lirasına çevrilmiştir.

Şirketimiz (12 adet SPV ve Mogan Enerji solo), 2023 yılında enflasyon muhasebesi uygulanmış olarak 13.886.255.109 TL hasılat gerçekleştirmiştir. Şirket'in SPV'leri üzerinden elde ettiği gelir ise 13.548.268.374 TL'dir. Buna göre; Fiyat Tespit Raporu'nda 11.709.339.634 TL olarak tahmin edilen SPV'lere ait yıllık hasılat tutarının %15,70 üzerinde net satış gerçekleştirmiştir.

Şirketimizin (12 adet SPV ve Mogan Enerji solo), 2023 yılı enflasyon muhasebesi uygulanmış FAVÖK rakamı 7.013.626.067 TL'dir. Fiyat Tespit Raporu'nda 12 adet SPV'ye ait 2023 yılı FAVÖK tutarı 6.429.856.534 TL öngörülmüştür. Şirketimiz 12 aylık gerçekleştirmeleri incelendiğinde SPV'lere ait FAVÖK rakamının 6.736.505.187 TL olduğu ve Fiyat Tespit Raporunda tahmin edilen FAVÖK tutarının %4,77 üzerinde gerçekleşme olduğu tespit edilmiştir.

Sonuç olarak, Fiyat Tespit Raporunda Şirketimizin zsermaye değerinin ve halka arz fiyatının belirlenmesinde kullanılan yöntemlerden İNA Analizinde, 2023 yıl sonu itibarıyla, 2023 tüm yıl için öngörülen hasılat varsayımının %115,70'i, 2023 tüm yıl için ngrlen FAVÖK varsayımının %104,77 'si gerçekleştirilmiştir. Diğer bir ifadeyle, Şirketimizin 2023 yıl sonu itibarıyla mali performansı Fiyat Tespit Raporundaki Hasılat ve FAVÖK varsayımların üzerinde gerçekleşmiştir.

Şirketimiz, dengeli ve çeşitlendirilmiş üretim portföyü sayesinde düzenli nakit akışı ve yüksek FAVÖK yaratma kapasitesine sahiptir. Şirket, faaliyetlerinden sağladığı nakit sayesinde vadesi gelen yükümlülüklerini uygun şekilde yerine getirmektedir. Şirket'in önümüzdeki dönemde de faaliyetlerinden nakit yaratma kapasitesini devam ettirmesi öngörülmektedir.

Saygılarımızla,

MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ő.

Tarık AYGÜN
Yönetim Kurulu Başkanı

Ali KARADUMAN
Yönetim Kurulu Başkan
Vekili ve Genel Müdür