

MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

26 ŞUBAT 2024

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER		1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER		2
3 FİNANSAL BİLGİLER		3
4 DEĞERLEME		4
5 DEĞERLEME SONUCU		8
6 GÖRÜŞ		8



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	MOGAN
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	2.230.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	2.440.108.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	210.108.000 TL Sermaye Artırımı 52.527.000 TL Ortak Satışı
Halka Arz Satış Fiyatı	11,33
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	28-29 Şubat - 1 Mart 2024
Halka Arz Büyüklüğü	2.975.654.550 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %80 Yurt İçi Kurumsal: %20

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Sermaye (TL)	Pay Grubu	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Pay Grubu	Sermaye (%)
GÜRİŞ İnşaat ve Mühendislik A.Ş.	136.476.000	A	6,12	136.476.000	A	5,59
	131.124.000	B	5,88	131.124.000	B	5,37
Tevfik Yamantürk	500.412.000	A	22,44	500.412.000	A	20,51
	480.788.000	B	21,56	454.524.500	B	18,63
Müşfik Hamdi Yamantürk	500.412.000	A	22,44	500.412.000	A	20,51
	480.788.000	B	21,56	262.635.000	B	18,63
Halka Açık Kısım	-	-	-	232.635.000	-	10,76
TOPLAM	2.230.000.000	-	100%	2.440.108.000	-	100%

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. 2 Ocak 1980'de kurulmuştur. Yenilenebilir enerji santrallerine odaklanan şirket, portföyünde Jeotermal, Hidroelektrik ve Rüzgar Enerjisi Santralleri bulundurmaktadır.

Şirketin ana faaliyet alanı, bağlı ortaklıkları aracılığıyla elektrik üretimi ve satışlarıdır. Bu kapsamda, GÜRİŞ Grubu bünyesinde elektrik üretim ve ticareti yapan şirketlere yatırım yaparak, bir Holding olarak çeşitli şirketleri bir araya getirmiştir. 30 Eylül 2023 itibarıyla, enerji sektörüne yönelik yatırımlar amacıyla oluşturulan toplam 12 adet SPV (özel amaçlı kuruluş) şirketi ile faaliyet göstermektedir. Şirketin enerji üretim portföyü tamamen yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmakta ve tesisler bu SPV'ler adı

altında kaydedilmiştir.

Şirket, 30 Eylül 2023 itibarıyla Türkiye genelinde 21 adet yenilenebilir enerji santrali işletmektedir. Bu santrallerin 9'u Rüzgar, 8'i Jeotermal ve 4'ü Hidroelektrik Enerji Santrali'nden oluşmaktadır. Aynı tarihte, şirketin toplam kurulu gücü 1.024,92 MW, net üretimi ise 2.750.138 MW olarak kaydedilmiştir. Bu santraller Karadeniz, Akdeniz, Ege, Marmara ve İç Anadolu bölgelerinde bulunmaktadır.

Rüzgar Enerjisi Santralleri, şirketin toplam kurulu gücünün %66,70'ini temsil eden 683,65 MW kapasite ile portföyün büyük bir kısmını oluşturmaktadır. Jeotermal Enerji Santralleri, toplam kurulu gücün %25,36'sını yani 259,90 MW'lık bir kısmı ile takip etmektedir. Hidroelektrik Santralleri ise %7,94 oranında, yani 81,37 MW kapasite ile portföyde yer almaktadır.

Şirket, ürettiği elektriğin büyük bir kısmını YEKDEM kapsamında satışa sunmuş ve bu satışlardan elde ettiği gelir, üretilen elektrik miktarına bağlı olarak değişmektedir. 30 Eylül 2023 itibarıyla, santrallerin YEKDEM süresinin ağırlıklı ortalama kalan süresi 2,91 yıldır.

MOGAN Enerji, yenilenebilir enerji alanındaki öncü yatırımcılardan biri olarak, 30 Eylül 2023 itibarıyla Türkiye'nin en büyük jeotermal enerji üreticisi konumundadır.

Şirketin gelirleri, 30 Eylül 2023 ve 2022 ile 31 Aralık 2022'de sona eren dönemlerde sırasıyla 7.992.311.705 TL, 7.057.482.218 TL ve 10.844.531.819 TL olarak raporlanmıştır. 30 Eylül 2023 itibarıyla, gelirin %45,91'i Rüzgar, %47,27'si Jeotermal ve %4,28'i Hidroelektrik Santrallerinden gelmiştir. FAVÖK marjları ise belirtilen dönemlerde sırasıyla %48,15, %48,41 ve %47,26 olarak gerçekleşmiştir.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2023
Dönen Varlıklar	1.390.748.524	2.767.840.830	5.092.990.444	6.228.946.985
Nakit ve Nakit Benzerleri	818.405.128	1.536.549.970	2.519.824.871	953.631.405
Finansal Yatırımlar	-	-	-	1.346.173.007
Ticari Alacaklar	270.338.136	565.134.461	2.109.807.161	2.789.868.745
Diğer Alacaklar	23.980.285	189.291.684	2.318.248	442.205.990
Stoklar	5.255.922	174.075.332	283.797.817	274.145.564
Türev Araçlar	1.218.273	-	1.218.273	341.252.581
Peşin Ödenmiş Giderler	216.154.019	244.011.271	142.663.857	80.659.850
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	520.493	1.371.144	709.300	906.240
Diğer Dönen Varlıklar	54.876.268	57.406.968	33.869.190	103.603
Duran Varlıklar	23.819.453.287	46.237.455.025	57.204.477.472	59.331.647.807
Ticari Alacaklar	-	-	479.876.011	225.394.540
Diğer Alacaklar	305.284.085	265.973.058	98.185.548	102.803.969
Finansal Yatırımlar	88.572.585	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	85.463.819	114.735.194	19.115.015	297.140
Türev Araçlar	101.236.294	110.714.449	427.961.659	485.136.106
Maddi Duran Varlıklar	21.700.429.341	42.224.877.758	52.403.910.898	50.363.573.860
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	511.145.642	476.850.481	440.985.551	414.726.766
Ertelenmiş Vergi Varlığı	1.027.321.521	3.044.304.085	3.334.442.790	7.739.715.426
Toplam Varlıklar	25.210.201.811	49.005.295.855	62.297.467.916	65.560.594.792
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.138.024.001	4.558.959.878	7.621.028.373	9.451.307.639
Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.997.792	-	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	1.680.924.409	3.540.674.211	5.042.878.430	6.985.488.046
Ticari Borçlar	330.872.369	571.183.875	1.538.345.938	1.218.472.338
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	6.756.183	6.305.427	19.586.516	49.190.729
Diğer Borçlar	109.563.048	437.223.260	1.012.811.305	1.178.166.977
Ertelenmiş gelirler	-	-	23.967	39.045
Türev Araçlar	5.208.944	-	-	7.155.183
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.701.256	3.573.105	7.382.217	12.795.321
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.708.373.534	21.278.802.127	26.878.340.313	35.750.917.240
Uzun Vadeli Borçlanmalar	9.335.711.473	15.231.218.036	18.754.383.557	24.393.556.283
Ticari Borçlar	407.171.692	185.800	433.470	263.613
Diğer Borçlar	521.680.859	130.246.448	174.787.936	683.359.536
Türev Araçlar	244.654.478	184.265.027	215.736.583	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	8.360.617	17.055.469	47.209.106	54.457.396
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.190.794.415	5.715.831.347	7.685.789.661	10.619.280.412
Toplam Özkaynaklar	10.363.804.276	23.167.533.850	27.798.099.230	20.358.369.913
Ödenmiş Sermaye	70.000.000	2.230.000.000	2.230.000.000	2.230.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	9.329.506.680	24.095.533.613	30.494.383.570	27.284.845.299
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	9.334.202.900	24.104.572.477	30.522.818.378	27.311.946.101
Diğer Kazançlar (Kayıplar)	-4.696.220	-9.038.864	-28.434.808	-27.100.802
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-1.679.649.566	-7.042.539.839	-10.042.926.089	-14.724.448.053
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	12.835.525	12.622.407	12.622.407	12.622.407
Geçmiş Yıllar Karları (zararları)	-74.881.168	-548.782.442	1.987.292.738	2.015.001.240
Net Dönem Karı	233.518.264	1.489.798.423	-784.883.301	705.532.725
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	7.891.329.735	20.236.632.162	23.896.489.325	17.523.553.618
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	2.472.474.541	2.930.901.688	3.901.609.905	2.834.816.295
Toplam Kaynaklar	25.210.201.811	49.005.295.855	62.297.467.916	65.560.594.792

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.09.2022	30.09.2023
Hasılat	2.054.860.606	3.287.532.514	10.844.531.819	7.057.482.218	7.992.311.705
Satışların Maliyeti	-1.531.132.505	-2.133.950.399	-7.844.803.246	-5.150.524.112	-5.685.354.112
Brüt Kar	523.728.101	1.153.582.115	2.999.728.573	1.906.958.106	2.306.957.593
Pazarlama Giderleri	-308.702			-320.000	-5.344.399
Genel Yönetim Giderleri	-71.708.644	-61.271.807	-75.130.062	-54.548.563	-495.636.219
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22.678.408	9.845.552	32.180.317	63.411.692	181.007.241
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-734.996	-1.818.206	-3.870.000	-126.437.011	-222.313.211
Esas Faaliyet Karı	473.654.167	1.100.337.654	2.952.908.828	1.789.064.224	1.764.671.005
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	3.659.216	25.369.263	9.987.832	6.876.389	429.260.948
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-7.791			
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	477.313.383	1.125.699.126	2.962.896.660	1.795.940.613	2.193.931.953
Finansman Gelirleri	334.448.002	870.574.517	1.288.969.794	1.120.468.397	1.901.158.733
Finansman Giderleri	-618.577.319	-889.628.081	-4.669.745.958	-3.664.910.856	-4.694.858.809
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	193.184.066	1.106.645.562	-417.879.504	-748.501.846	-599.768.123
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/ Geliri	149.726.819	596.934.226	532.386.797	-943.535.753	1.393.839.228
Dönem Vergi Gideri / Geliri	-19.129				
Ertelenmiş Vergi Gideri / Geliri	149.745.948	596.934.226	-532.386.797	-943.535.753	1.393.893.228
Dönem Karı	342.910.885	1.703.579.788	-950.266.301	-1.692.037.599	794.125.105
Azınlık Payları	109.392.621	213.781.365	-165.383.000	-243.678.883	88.592.380
Ana Ortaklık Payları	233.518.264	1.489.798.423	-784.883.301	-1.448.358.716	705.532.725
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacaklar	10.863.757.290	16.059.914.126	8.995.040.604	-4.011.331	-2.768.214.087
Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları (Azalışları)	12.741.610.117	19.598.883.031	10.951.876.396		-2.770.280.607
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-2.124.375	-6.101.518	-26.926.375	-5.014.164	2.755.361
Vergi Etkisi	-1.875.728.452	-3.532.867.387	-1.929.909.417	1.002.833	-688.841
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacaklar	-1.760.269.150	-5.648.175.447	-3.414.208.923	-2.742.365.136	-5.465.640.335
Nakit Akış Riskinden Korunma Kazançları/(Kayıpları)	-2.240.284.057	-7.077.876.244	-4.196.685.527	-3.372.939.752	-8.314.498.440
Vergi Etkisi	480.014.907	1.429.700.797	782.476.604	630.574.616	2.848.858.105
Diğer Kapsamlı gelir/(gider)(vergi sonrası)	9.103.488.140	10.411.738.679	5.580.831.681	-2.746.376.467	-8.233.854.422
Toplam Kapsamlı Gelir(Gider)	9.446.399.025	12.115.318.467	4.630.565.380	-4.438.414.066	-7.439.729.317
Toplam Kapsamlı Gelirin Dağılımı					
Azınlık Payları	1.961.958.985	2.016.939.024	970.708.217	-593.810.469	-1.066.793.610
Ana Ortaklık Payları	7.484.440.040	10.098.379.443	3.659.857.163	-3.844.603.597	-6.372.935.707
Hisse Başına Kazanç	3,3360	0,6681	-0,3520	-0,6495	0,3164
Sürdürülen Faaliyetler Hisse Başına Kazanç (TL)	3,3360	0,6681	-0,3520	-0,6495	0,3164

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

TSKB, Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.'nin halka arz fiyatını tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi ve halka açık benzer şirket çarpanları analizini birlikte kullanmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirketinin nakit akımlarını bugüne indirgerken yaygın olarak kullanılan ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti kullanılmıştır. Özsermaye maliyeti hesaplanırken finansal varlık fiyatlama modelini kullanılmışlardır.

✓ AOSM Projeksiyonu;

- Risksiz getiri oranı, hesaplanırken itfa tarihi 20.09.2023 olan Türkiye Devleti Eurobond'un son altı aylık getiri ortalaması olan %8,66 dikkate alınarak iş planı dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsaymışlardır.
- Risk primi, projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %6,50 kabul edilerek

sabit tutmuşlardır.

- Beta, 1 kabul etmişlerdir.
 - Özsermaye maliyeti Finansal Varlık Fiyatlama Modeli kullanılarak şirket için özsermaye maliyeti %15,16 olarak hesaplanmış ve iş planı döneminde sabit kalacağını varsaymışlardır.
 - Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti, merkez bankası 24 kasım itibarıyla döviz ticari kredi faiz oranı olan %9,88'e %2,25 prim eklenmesi yoluyla %12,13 olarak hesaplanmış olup projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsaymışlardır.
 - Vergi oranı, kurumlar vergisi oranının %25 olarak uygulanmasını öngörmektedirler.
- ✓ APlus Enerji, Mogan Enerjiye ait 18 yenilenebilir enerji santrali için uzun dönemli bir fiyat tahmin çalışması yürütmüşlerdir. Çalışmada öncelikle 3 tahmin senaryosu oluşturmuş ve bu senaryolar kapsamında 2023-2045 arası dönem için bir piyasa takas fiyatı tahmini yürütmüşlerdir. İkinci aşama olarak santraller için saatlik bazda bir üretim profili tahmini oluşturulmuş ve bu tahminin yardımıyla her bir santral ve her senaryo için santrallerin ortalama satış fiyatını tahmin etmişlerdir.
- ✓ APlus tarafından sağlanan 2023 – 2045 yıllarını içeren elektrik fiyat öngörülerini, 2045 yılı sonrası için ise USD enflasyon öngörülerinin eklenmesi suretiyle öngörmektedirler. 2028 yılına kadar IMF enflasyon öngörüsünü kullanmış olup, kalan dönemleri için aynı kalacağı varsayarak hesaplamada kullanmışlardır.
- ✓ Net İşletme Sermayesi Projeksiyonunda;
- Ticari faaliyet sürelerine ilişkin varsayımlar, mevcut gerçekleştirmeler ve şirket planları doğrultusunda (Alıcı: 15, 30, 45 gün; Satıcı: 30, 45, 60, 100 gün) olarak varsaymışlardır. 2023/9 aylık dönem itibarıyla grup firması Bordo Elektrik'e yönelik biriken ticari alacak bakiyelerinin projeksiyon döneminde tahsil edileceği varsayılmıştır. Şirket belirtilen faaliyet sürelerine ilişkin SPK'ya aşağıdaki taahhütleri bulunduğu belirtilmiştir;
 - İlişkili taraflardan olanlar da dahil olmak üzere ticari alacakların şirketin faaliyet gösterdiği sektörün ortalamalarına ve aynı zamanda şirketin halka arzına ilişkin olarak hazırlanan fiyat tespit raporunda yer alan iş planı ile uyumlu bir şekilde bahsedilen sürelerde tahsil edileceği,
 - Bahsi geçen ticari alacakların vadesinde tahsil edilememesi durumunda ise şirket tarafından bahsi geçen ticari alacakların mütemerrit borçlularına ilişkin olarak ilgili mevzuatın izin verdiği ölçüde vade tarihinden itibaren vade farkı ve/veya gecikme faizi uygulanacağı,
 - Vadesinden bağımsız şekilde şirket ile ilişkili tarafları arasındaki tüm ticari olmayan alacaklara, ana borcun niteliği ve boyutu itibarıyla öngörülen piyasa şartlarına uyumlu bir şekilde faiz işletileceği beyan, taahhüt ve kabul etmişlerdir.
- ✓ İNA, yöntemi, şirketin öngörülerini ile oluşturulması ve yukarıda anlatılan birden fazla parametreye bağlı olması nedeniyle, herhangi bir taahhüt anlamına gelmediğini belirttiler. Parametrelerin ve buna bağlı projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay değerine ulaşılabilirliği belirtilmiştir.

- ✓ Şirketin iştirak olarak gösterdiği 12 adet SPV için nakit akış oluşturulmuş, her bir SPV firma değeri hesaplaması yapılmıştır. SPV'lerin her biri için gerçekleşmiş net finansal borç tutarları firma değerinden çıkarılmış olup şirketin iştirak ettiği oran ile çarpılarak şirket özsermaye değeri hesaplamışlardır.
- ✓ Ayvacık Elektrik A.Ş. içerisinde yer alan Seyit Onbaşı RES 10(MWm) ve 10 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2007+49 yıldır. Şirket için 2055 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Belen Elektrik A.Ş. içerisinde yer alan Belen RES 48,0(MWe) ve 48,0 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2006+49 yıldır. Şirket için 2055 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemektedirler.
- ✓ Çermikler Elektrik Üretim A.Ş. içerisinde yer alan Çermikler HES 25,78 (MWm) ve 25,00 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2009+49 yıldır. Şirket için 2057 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Derne Temiz Enerji Üretim A.Ş. içinde yer alan; Kaniye RES 64 (MWm) ve 48 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2011+49 yıl, Zeliha RES 25,6 (MWm) ve 15 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2011+49 yıl ve Fatma RES 80 (MWm) ve 70 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2011+49 yıldır. Şirket için 2060 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Eolos Rüzgar Enerjisi Üretim A.Ş. içinde yer alan Şenköy RES 36,0 (MWm) ve 29,8 (MWe) kurulu gücüne sahip olup lisans süresi 2008+49 yıldır. Şirket için 2057 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Espiye Elektrik Üretim A.Ş. içinde yer alan Akköy-Espiye HES 14,07 (MWm) ve 13,368 (MWe) kurulu gücüne sahip olup lisans süresi 06.09.2056'dır. Şirket için 2056 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Gimak Enerji Üretim A.Ş. içinde yer alan Çeşmebaşı HES 8,6 (MWm) ve 8,2 (MWe) kurulu gücüne sahip olup lisans süresi 2007+49 yıldır. Şirket için 2056 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Gürmat Elektrik Üretim A.Ş. içinde yer alan; Galip Hoca JES 47,4 (MWm) ve 47,4 (MWe) kurulu gücüne sahip olup lisans süresi 2004+45 yıl, EFE I JES 47,4 (MWm) ve 47,4 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 28.11.2041, , EFE II JES 22,5 (MWm) ve 22,5 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 28.11.2041, , EFE III JES 22,5 (MWm) ve 22,5 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 28.11.2041, , EFE VI JES 22,6 (MWm) ve 22,6 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 2017+17 yıl, , EFE VII JES 25 (MWm) ve 25 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 2018+16 yıl ve EFE VII JES 0 (MWm) ve 50 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 01.04.2034'tür. Şirket için 2058 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.

- ✓ İzdem Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş. içinde yer alan Kocatepe RES 100,0 (MWm) ve 88,0 (MWe) kurulu gücüne sahip olup lisans süresi 2011+49 yıldır. Şirket için 2060 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakâr kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Olgu Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş. içerisinde yer alan Albay Çiğiltepe RES 200,25 (MWm) ve 172,6 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2011+49 yıldır. Şirket için 2060 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemektedirler.
- ✓ Pokut Elektrik Üretim A.Ş. içerisinde yer alan Arpa HES 32,919 (MWm) ve 32,412 (MWe) kurulu güce sahip olup, lisans süresi 2008+49 yıldır. Şirket için 2057 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.
- ✓ Ulu yenilenebilir üretim A.Ş. içinde yer alan Ulu RES 120,4 (MWm) ve 120,0 (MWe) kurulu güce sahip olup lisans süresi 2011+49 yıldır. Şirket için 2060 yılına kadar bir iş planı yapılmış olup, lisans süresi sonunda muhafazakar kalmak adına şirketin tasfiye değeri özsermaye değerini belirlemede hesaplamalara dahil etmemişlerdir.

Şirketin indirgenmiş Nakit Akımları analizi çalışması kapsamında 12 adet SPV'nin her biri için özsermaye değeri hesaplanmış olup, şirketin SPV'lerde iştirak oranı ile çarpılarak şirketin özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 5 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İNA Tablosu

İNA Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri (Bin USD)	İştirak Oranı (%)	İştirak Oranı İtibarıyla Özsermaye Değeri (Bin USD)
Ayvack 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 Rüzgar Enerjisi Üretim A.Ş.	34.005,43	85,00%	28.904,62
Esiye Elektrik Üretim A.Ş.	15.669,73	80,00%	12.535,79
Gimak Enerji Üretim LTD. ŞTİ	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.	55.162,98	80,00%	44.122,38
Toplam			1.088.262,40
Taksitlendirilmiş Vergi Borçları			40.771,99
Toplam Özsermaye Değeri			1.047.490,41

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.2. Piyasa Çarpanları Analizi

- ✓ Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelemişlerdir. 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 doğruluna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı kullanmışlardır. Firma Değeri/FAVÖK çarpanı şirketlerin Operasyonel kar performanslarına dayandırıldığı, halka açık şirket yatırımcıları tarafından en fazla kullanılan değerleme çarpanlarından birisi olduğu için,

bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmışlardır.

- ✓ Şirketin değerleme 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 değerleme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Değerleme çalışması kapsamında piyasa çarpanları analizine konu olan şirket finansal verileri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Şirket FAVÖK’ü 12 adet SPV ve çatı şirketlerin FAVÖK’lerinin iştirak ettiği oranların toplanması suretiyle hesaplanmıştır.

Tablo 6 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. FAVÖK Tablosu

Şirketler	Sahiplik Oranı (%)	30 Eylül 2023 SOA* FAVÖK (Bin USD)	Sahiplik Oranına Göre FAVÖK (Bin USD)
Ayvacak Elektrik Üretim A.Ş.	80,00%	1.911,800	1.529,40
Belen Elektrik Üretim A.Ş.	85,00%	5.564,10	4.729,40
Çermikler Elektrik Üretim A.Ş.	80,00%	2.594,90	2.075,90
Derne Temiz Enerji Üretim A.Ş.	80,00%	29.665,60	23.732,50
Eolos Rüzgar Enerjisi Üretim A.Ş.	85,00%	3.833,30	3.258,30
Esiye Elektrik Üretim A.Ş.	80,00%	2.311,90	1.849,50
Gimak Enerji Üretim LTD. ŞTİ	85,00%	722,60	614,20
Gürmat Elektrik Üretim A.Ş.	90,00%	135.532,40	121.979,20
Izdem Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	75,00%	15.405,00	11.553,80
Olgu Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	85,00%	21.078,60	17.916,80
Pokut Elektrik Üretim A.Ş.	80,00%	2.573,60	2.058,90
Ulu Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	80,00%	26.978,10	21.582,40
Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.	100,00%	19.804,50	19.804,50
Taksitlendirilmiş Vergi Borçları	100,00%	40.772,00	40.772,00
Toplam FAVÖK			232.684,90

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

- ✓ Yurt dışı benzer çarpanlar için belirlenmiş şirketlerin piyasa değerleri, aşağıdaki tabloda gösterilmiştir:

Tablo 7 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. Yurt Dışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK Tablosu

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK 2023 SOA*
Terna Energy SA	Yunanistan	25,78x
Polenergia SA	Polonya	12,86x
Encavis AG	Almaya	9,80x
Scatec ASA	Norveç	12,24x
Alerion Cleanpower	İtalya	10,79x
Neoen S.A.	Fransa	12,13x
Innergex Renewables Energy Inc.	Kanada	12,59x
EON SE	Almaya	m.d.
SPI Energy SPI	ABD	m.d.
NHPC Limited	Hindistan	15,23x
Meridian Energy Limited	Yeni Zelanda	17,67x
Boralex Inc.	Kanada	m.d.
AES Brasil Energia S.A.	Brezilya	7,90x
Auren Energia S.A. AES Brasil Energia S.A.	Brezilya	10,92x
RENOVA, Inc.	Japonya	15,80x
CK Power Public Company Limited	Tayland	19,22x
BCPG Public Company Limited	Tayland	15,35x
Grupo Ecoener, S.A.	İspanya	9,93x
Serena Energia S.A.	Brezilya	12,29x
China Datang Corporation Renewables Power Co	Çin	7,02x
Northland Power Inc	Kanada	9,48x
TransAlta Renewables Inc.	Kanada	m.d.
GEPIC Energy Development Co. Ltd.	Çin	m.d.
Gia Lai Electricity Joint Stock Company	Vietnam	10,22x
Pt Kencana Energi Lestari Tbk	Endonezya	10,56x
Medyan		10,68x

m.d: Mevcut değil

*Son 12 aylık finansallar hesaplamada kullanılmamıştır.

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- ✓ Yapılan gruplandırma şirketin yurt içi benzer şirket çarpanları için %75 ve yurt dışı benzer şirket çarpanları için %25 oranında ağırlıklandırılarak elde edilen çarpanların ortalamalarını yansıtmıştır.

Tablo 8 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. FD/FAVÖK Tablosu

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

*Son 12 aylık finansallar hesaplamada kullanılmıştır.

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- ✓ Piyasa analizi kapsamında yurt içi 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:

Tablo 9 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. Ağırlıklandırılmış Firma Değeri Tablosu

Şirket Çarpanları	FD/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	1.961.842,00
Yurt Dışı Benzer Şirketler	2.484.010,00
Ağırlıklandırılmış Firma Değeri	2.092.384,00

*12 aylık FAVÖK tutarı kullanılmıştır.

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- ✓ Yurt içi benzer şirketler FD/FAVÖK çarpan hesaplaması aşağıdaki gibidir.

Tablo 10 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. FD/FAVÖK Tablosu

Şirket	Ülke	FD/FAVÖK 2023 SOA*
Akfen Yenilenebilir Enerji	Türkiye	9,76x
Aksa Enerji	Türkiye	6,34x
Aydem Enerji	Türkiye	8,43x
Ayen Enerji	Türkiye	5,04x
Galata Wind Enerji	Türkiye	9,54x
Hun Yenilenebilir Enerji	Türkiye	17,41x
Medyan	Türkiye	8,43x

*12 aylık FAVÖK tutarı kullanılmıştır.

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- ✓ Halka açık benzer şirket çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan firma değeri ve özsermaye değeri aşağıdaki tablodadır;

Tablo 11 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. FD/FAVÖK Tablosu

(Bin USD)	FD/FAVÖK 2023SOA
Firma Değeri	2.092.384,00
Net Borç	951.675,00
Özsermaye Değeri	1.140.709,00

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

5. Değerleme Sonucu

TSKB tarafından yapılan değerleme çalışmasında, indirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi kullanılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 31.591.031 bin TL olup hisse başı fiyatı 17,17 TL hesaplanmıştır.** Tespit edilen değere %20,0 oranında halk arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz iskontosu sonrası pay başına 11,33 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo12 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. AOSM Tablosu

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.047.490	50,00%	523.745
Piyasa Çarpanları Analizi*	1.140.709	50,00%	570.354
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.094.099

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 13 – Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

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

Kaynak: Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve piyasa çarpanlarında yurt içi ve yurt dışı benzer şirket ayrımı yapılarak değerin daha sağlıklı tespit edilmesine katkı sağladığı görüşündeyiz.
- ✓ Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğunu düşünüyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. için %20 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 11,33 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.