

MOGAN ENERJİ YATIRIM HOLDİNG A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ

27 Şubat 2024

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

www.integralyatirim.com.tr

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İş Yatırım) ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yetkili aracı kurumlar olduğu Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Mogan Enerji" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.	
HALKA ARZ ÖZET BİLGİ	
İhraççı	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Mogan Enerji Yatırım Holding A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	28 Şubat - 1 Mart 2024
Halka Arz Fiyatı	11,33 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	2.230.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	2.440.108.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	10,76%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	262.635.000
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %80'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Payların %20'si Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara
Fiyat İstikrarı	15 gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	MOGAN
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.

Kaynak: Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

Şirket 1980 yılında Ankara’da Mogan adı ile kurulmuştur. Şirket’in faaliyet konusu bağlı ortaklıkları vasıtasıyla elektrik enerjisi üretimi ve ticareti alanında faaliyet göstermektedir. Şirket GÜRİŞ grubu altındaki tüm enerji şirketlerini tek çatı altında birleştirme amacıyla şirket unvanı MOGAN Enerji Yatırım Holding A.Ş. olarak tadil edilmiştir. Şirket’in enerji sektöründeki yatırımları için kurulan toplam 12 adet SPV bulunmaktadır. Türkiye’de faaliyet gösteren 21 adet yenilenebilir enerji santrali bulunmakta olup Şirket’in portföyü 9 adet RES, 8 adet JES ve 4 adet HES’ten oluşmaktadır. Bu tarih itibarıyla Şirket’in toplam kurulu gücü 1.024,92 MW olup bu kurulu gücü bulunmaktadır. Şirket üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %83,97, %86,36, %80,58 ve %85,14’ünü YEKDEM kapsamında satmıştır. YEKDEM kapsamındaki satışların herhangi bir fiyat riski olmamakla birlikte, elde edilen gelir üretilen elektrik miktarına bağlıdır. 30 Eylül 2023 tarihi itibarıyla Şirket’in santrallerinin kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 2,91 yıldır.

Şirket’in Portföyünde Bulunan Santraller

Şirket’in portföyünde bulunan elektrik enerjisi üretim santralleri Karadeniz, Akdeniz, Ege, Marmara ve İç Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

RES Portföyü

Şirket’in toplam kurulu gücünün %67’sine denk gelen kısmını RES’ler oluşturmaktadır. 30 Eylül 2023 ve 30 Eylül 2022 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemler ile 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla toplam üretim 1.236.102 MWh, 1.251.643 MWh gerçekleşmiş olup toplam üretimin %44,95’ini oluşturmaktadır.

JES Portföyü

Şirket’in toplam kurulu gücünün %25’ine denk gelen kısmını JES’ler oluşturmaktadır. 30 Eylül 2023 ve 30 Eylül 2022 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemler ile 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla toplam üretim 1.348.234 MWh, 1.438.392 MWh gerçekleşmiş olup toplam üretimin %49,02’ini oluşturmaktadır.

HES Portföyü

Şirket’in toplam kurulu gücünün %8’ine denk gelen kısmını HES’ler oluşturmaktadır. 30 Eylül 2023 ve 30 Eylül 2022 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemler ile 31 Aralık 2022, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2020 tarihlerinde sona eren yıllarda sırasıyla toplam üretim 165.802 MWh, 144.278 MWh gerçekleşmiş olup toplam üretimin %6,03’ünü oluşturmaktadır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Gürüş İnşaat ve Mühendislik A.Ş.	A	136.476.000	6,12%	136.476.000	5,59%
	B	131.124.000	5,88%	131.124.000	5,37%
Tevfik Yamantürk	A	500.412.000	22,44%	500.412.000	20,51%
	B	480.788.000	21,56%	454.524.500	18,63%
Müşfik Hamdi Yamantürk	A	500.412.000	22,44%	500.412.000	20,51%
	B	480.788.000	21,56%	454.524.500	18,63%
Halka Açık Kısmı	B	-	0,00%	262.635.000	10,76%
Toplam		2.230.000.000	100%	2.440.108.000	100%

Kaynak: Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2020	2021	2022	2023/09
Dönen Varlıklar	1.390.748.524	2.767.840.830	5.092.990.444	6.228.946.985
Duran Varlıklar	23.819.453.287	46.237.455.025	57.204.477.472	59.331.647.807
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
Uzun Vadeli Yükümlülükler	12.708.373.534	21.278.802.127	26.878.340.313	35.750.917.240
Özkaynaklar	10.363.804.276	23.167.533.850	27.798.099.230	20.358.369.913

Kaynak: Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu, İzahname

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022	9A22	9A23
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 / Zarar	523.728.101	1.153.582.115	2.999.728.573	1.906.958.106	2.306.957.593
Esas Faaliyet Karı / Zararı	473.654.167	1.100.337.654	2.952.908.828	1.789.064.224	1.764.671.005
Vergi Öncesi Kar	193.184.066	1.106.645.562	-417.879.504	-748.501.846	-599.768.123
Net Dönem Karı/ (Zararı)	342.910.885	1.703.579.788	-950.266.301	-1.692.037.599	794.125.105

Kaynak: Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Enerji Sektöründe Büyüme	%45
Mevcut Finansal Borçların Azaltılması	%45
İşletme Sermayesi Giderleri	%10
	100%

Kaynak: Mogan Enerji Kablo Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- **Enerji Sektöründe Büyüme-** Şirket ve bağlı ortaklıklarının mevcut santrallerinde iyileştirmeler ve yeni yatırımlar yaparak büyütülmesi planlanmaktadır.
- **Mevcut Finansal Borçların Azaltılması-** Şirket ve bağlı ortaklıkları üzerindeki finansal yükümlülüklerin azaltılmasına yönelik olarak, finansal borçların anapara ve faiz ödemelerinin vadesinden önce yapılması ve böylece hem faiz yükünün hafifletilmesi hem de işletme sermayesine pozitif katkı sağlanması planlanmaktadır.
- **İşletme Sermayesi Giderleri-** Şirket ve bağlı ortaklıklarının gerek mevcut işletme faaliyetlerinin sürdürülmesi gerekse de enerji sektöründe planlanan büyüme hedefleri çerçevesinde yapacağı yeni yatırımlara paralel olarak artacak iş hacmi neticesinde ortaya çıkacak ilave işletme sermayesi giderlerini karşılamak amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 20.09.2023 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un son 6 aylık getiri ortalaması olan %8,66 dikkate alınmış olup projeksiyon boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır. Projeksiyon risk primi %6,5 kabul edilmiş olup Beta 1 olarak alınmıştır. Şirket'in özsermaye maliyeti %15,16 olarak hesaplanmış, projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in borçlanma maliyeti %12,13 kabul edilmiştir. Bu çerçevede AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyet) %11,48 olarak modellenmiştir.

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımı üzerinden özsermaye değeri 1.047.490 bin Dolar olarak hesaplanmıştır.

Mogan Enerji İNA Tablosu			
İNA Değerleme Özeti	Özsermaye Değeri	İştirak Oranı (%)	İştirak oranı itibarıyla Özsermaye Değeri (Bin USD)
Ayvacak Elektrik Üretim A.Ş.	16.052,47	80%	12.841,98
Belen Elektrik Üretim A.Ş.	54.328,00	85%	46.178,80
Çermikler Elektrik Üretim A.Ş.	26.378,68	80%	21.102,94
Derne Temiz Enerji Üretim A.Ş.	183.329,17	80%	146.663,34
Eolos Rüzgar Enerjisi Üretim A.Ş.	34.005,43	85%	28.904,62
Espiye Elektrik Üretim A.Ş.	15.669,73	80%	12.535,78
Gimak Enerji Üretim Ltd. Şti.	15.602,67	85%	13.262,27
Gürmat Elektrik Üretim A.Ş.	631.911,27	90%	568.720,14
İzdem Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	70.205,44	75%	52.654,08
Olgü Enerji Yatırım Üretim ve Ticaret A.Ş.	150.618,11	85%	128.025,39
Pokut Elektrik Üretim A.Ş.	16.563,36	80%	13.250,69
Ulu Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	55.152,98	80%	44.122,38
Toplam			1.088.262,40
Taksitlendirilmiş Vergi Borçları			40.771,99
Toplam Özsermaye Değeri			1.047.490,41

Kaynak:Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Halka açık benzer şirket çarpan analizi kapsamında hem Türkiye hem de yurt dışında benzer faaliyetlerde bulunan halka açık şirketler incelenmiştir. Çarpan analizi yönteminde Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizi kapsamında, FD/FAVÖK çarpanı hesabında 5,00x ve altında, 15,00x ve üzerinde olan çarpan değeri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

Bu kapsamda yurt içi benzer şirketlere %75, yurt dışı benzer şirketlere %25 ağırlık verilmiş olup grupların ağırlıklandırılmış çarpan değeri 8,99x, ağırlıklandırılmış firma değeri 2.092.384 bin Dolar olarak hesaplanmıştır. Net borç 951.675 bin Dolar, özsermaye değeri 1.140.709 bin Dolar olarak hesaplanmıştır.

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

Kaynak:Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ve piyasa çarpan analizi yöntemi %50 ağırlıklandırılarak 2.230.000.000 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Ulaşılan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 11,33 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (Bin USD)	Öz Sermaye Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri
İndirgenmiş Nakit Akımları	1.047.490	50%	523.745
Piyasa Çarpanları Analizi	1.140.709	50%	570.354
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri			1.094.100

Kaynak:Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
Ağırlıklandırılmış Öz Sermaye Değeri (Bin USD)	1.094.100
07.11.2023 Tarihli TCMB Alış Kuru (TL)	28,874
Ağırlıklandırılmış Öz 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:Mogan Enerji Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Mogan Enerji hesaplanan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 11,33 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.