



ENDA ENERJİ HOLDİNG AŞ.

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA
İLİŞKİN GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU – 1**

20 Mart 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 31.12.2024 tarihi itibarıyla gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin olarak şirket Yönetim Kurulu tarafından işbu rapor hazırlanmıştır.

II- HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Sermaye artırımını yöntemiyle gerçekleştiren halka arzda, Enda'nın mevcut 345.477.486 TL tutarındaki çıkarılmış sermayesinin 445.477.486 TL'ye artırımını 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.

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

Ticaret Unvanı	Doğrudan ve Dolaylı Sahiplik Oranı %	Değerleme Yöntemi
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 değerleme 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

Ticaret Unvanı/ Kurulduğu Ülke	Doğrudan ve Dolaylı %	Sermaye (TL) 31.12.2023	Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (M TL)	Enda Enerji'ye Katkı (M TL)
RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş.\Türkiye	66,33	765.000	Özkaynak Değeri	0	0
TOPLAM ÜRETİM ŞİRKETLERİNDEN GELEN					6.793
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 değerlemede 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 Değeri 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 uygulanmasını 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 yıllık üretim tahminleri, 2024 yılının ilk 6 ayına ait gerçekleşen üretim miktarlarının üzerine santrallerin mevsimsellik özellikleri de dikkate alınarak 2024 yılının ikinci yarısına ait tahminler ilave edilmek suretiyle aşağıdaki gibi yapılmış olup söz konusu tahminlerin gerçekleşme oranları aşağıdaki gibidir:

Üretim Miktarları (Mwh)	2024 Yılı Tahmini	2024 Yılı Gerçekleşen	Gerçekleşme Oranı (%)
RES	220.102	233.711	106%
HES	122.850	85.346	69%
JES	38.205	38.272	100%
GES*	-	620	100%
TOPLAM	381.157	357.949	94%

**Şirket'in bağlı ortaklıklarından Egenda 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.*

Fiyat Tespit Raporu'nda 2024 yılı tamamına ilişkin konsolide Satış ve FAVÖK tahminleri yer almadığı için varsayımsal olarak projeksiyona dahil edilen Enda'nın bağlı ortaklıklarına ait elektrik santrallerinin, 2024 yılına ait 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)	2024 Yılı Tahmini*	2024 Yılı Gerçekleşen**	Gerçekleşme Oranı (%)
Satışlar	895.469.916	1.066.190.968	119%
FAVÖK	580.569.117	483.850.610	83%

*2024 yılı için ortalama USD kuru: 32,5861 TL dikkate alınmıştır. 05.12.2024 tarihinde satın alınan lisanssız 3 GES'in üretim, satış ve FAVÖK Fiyat Tespit Raporu tahminlerinde yer almamaktadır.

** 2024 yılı bağımsız denetimden geçmiş 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 Ensat Elektrik Enerjisi Ticaret AŞ.'in perakende elektrik satışlarından elde edilen hasılat ve FAVÖK ile Esas Faaliyetlerden Olağan Diğer Gelir ve Giderler hariç tutulmuştur. Lisanssız 3 GES'in 05.12.2024 tarihinden yıl sonuna kadarki 620 Mwh üretimine isabet eden 2.876.058 TL tutarındaki satış ve -193.446 TL FAVÖK gerçekleştirmelere dahil edilmiştir.

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.

2024 yılındaki fiili elektrik üretim miktarlarına ilişkin yukarıdaki tablodan da görüleceği üzere, Şirket'in RES ve JES'lere ait yıllık üretim miktarları Tacirler Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan tahminlere benzer şekilde gerçekleşmiştir. Ancak, yılın Kasım ve Aralık aylarında beklenen yağışların olmaması, HES'lerin üretim tahminlerinde %30'u aşan oranda sapmaya sebebiyet vermiştir. Buna rağmen, özellikle RES'lerin üretimlerindeki olumlu farkların desteğiyle, toplam 357.949 Mwh olarak gerçekleşen üretim miktarlarında, 381.157 Mwh'lık üretim tahminine göre sadece %6 oranında olumsuz sapma mevcuttur.

Şirket, bağımsız denetimden geçmiş 31.12.2024 tarihinde sona eren yıllık konsolide kar/zarar tablosunda açıklandığı üzere (TMS-29 kapsamında enflasyon etkisi düzeltilmiş haliyle) bağlı ortaklıklarına ait santrallerin elektrik üretimi kaynaklı satışlarından 1.066.190.968 TL hasılat elde etmiştir. 2024 yılı için Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen toplam yaklaşık 27.480.120 USD tutarındaki hasılat tahmini, santrallerin üretim dönemlerindeki ortalama döviz kuru (USD/TL: 32,5861) dikkate alındığında 895.469.916 TL olarak hesaplanabilir. Buna göre de, fiili hasılat tutarı fiyat tespit raporunda öngörülen hasılat tutarına göre %19'lık olumlu fark ile %119 oranında gerçekleşmiştir.

Enda'nın bağılı ortaklıklarına ait elektrik üretim santrallerinin 31.12.2024 tarihinde sona eren yıla ilişkin (enflasyon muhasebesi uygulanmış haliyle) FAVÖK tutarı toplam 483.850.610 TL'dir. Fiyat Tespit Raporu'nda ise söz konusu dönem için yıllık FAVÖK tutarı toplam yaklaşık 17.816.466 USD olarak öngörülmüştür. Santrallerin üretim ve satış yaptığı dönemde gerçekleşen ortalama USD kuru (USD/TL: 32,5861) baz alındığında toplam FAVÖK tahmini 580.569.117 TL; buna göre de fiili FAVÖK gerçekleşme oranı %83 olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in 2024 yılı elektrik üretim ve hasılat tutarlarının Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan tahminlerle önemli ölçüde örtüştüğü görülmektedir. Buna rağmen, FAVÖK tarafında beklentilere göre yaklaşık %17 oranında olumsuz fark gerçekleşmiş olup bu farkın başlıca nedeni aşağıda özet olarak açıklanmıştır.

Ülkemizin içinde bulunduğu enflasyon ortamında yılın ikinci yarısından itibaren genel olarak tüm girdi maliyetlerinde öngörülemeyen artışlar yaşanmış, özellikle bakım-onarım, personel ve şebeke kullanım giderlerindeki artışlar Şirket'in karlılığını üzerinde olumsuz yönde etkilemiştir. Şirket'in faaliyetlerini etkileyen maliyetlerin önemli bir bölümünü oluşturan elektrik şebekesi iletim ve dağıtım bedelleri için 2024 yılının ikinci yarısında %50,7'ye varan artışlar yapılmıştır. Şirket'in hidroelektrik santrallerinin 2024 yılı Kasım ve Aralık aylarında yağışların az olması nedeniyle beklentilerden daha düşük (yaklaşık %30) üretim yapmasının yanı sıra, yukarıda bahsedilen maliyet artışları, bu santrallerin maliyet verimliliğini ve sonuç olarak beklenen karlılığını 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, ileride benzer maliyet artışlarına karşı mevcut santrallerin verimliliği artırılarak daha güçlü bir finansal performans sağlanması hedeflenirken yeni yatırımlarla gelecekteki büyüme fırsatlarının değerlendirilmesi öngörülmektedir.

Saygılarımızla,

Enda Enerji Holding AŞ.

Cem BAKİOĞLU
Yönetim Kurulu Başkanı

Serdar DAĞISTAN
Yönetim Kurulu Başkan Vekili