



TATLIPINAR

ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORU
31.07.2023



Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

1. Giriş.....	4
1.1. Raporun Amacı.....	4
1.2. Proje Ekibi.....	4
1.3. Etik İlkeler.....	5
1.4. Sınırlayıcı Şartlar.....	5
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler.....	7
2.1. Kuruluş.....	7
2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı.....	7
2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler.....	7
3. Sektörel Bilgiler.....	8
4. Finansal Veriler.....	15
4.1. Bilanço.....	15
4.2. Gelir Tablosu.....	18
5. Değerleme.....	21
5.1. Değerleme Yöntemleri.....	21
5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi.....	21
5.1.1.1. Projeksiyonlar.....	22
5.1.1.1.2. Net Satış Gelirleri Projeksiyonu.....	22
5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu.....	25
5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu.....	26
5.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu.....	26
5.1.1.1.6. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu.....	26
5.1.1.1.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM).....	27
5.1.2. İNA Analizi Sonucu.....	29
5.1.3. Çarpan Analizi.....	32
5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu.....	38
5.2. Değerleme Sonucu.....	40
6. Ekler.....	41
6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı.....	41
6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı.....	42

Kısaltmalar ve Tanımlar

ABD Doları	:	Amerika Birleşik Devletleri Resmi Para Birimi
AOSM	:	Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
A.Ş.	:	Anonim Şirketi
ATY	:	Atıktan Türetilmiş Yakıt
cent/kWh	:	1 Kilowattsaat'e Karşılık Gelen Cent
D.	:	Daire
EDAŞ	:	Elektrik Dağıtım A.Ş.
EPDK	:	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EUR	:	Avrupa Birliği Resmi Para Birimi
FAVÖK	:	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FD	:	Firma Değeri
F/K	:	Fiyat/Kazanç
FVÖK	:	Faiz, Vergi Öncesi Kâr
GES	:	Güneş Enerjisi Santrali
GÖP	:	Gün Öncesi Piyasası
GW	:	Gigawatt
GWh	:	Gigawattsaat
HES	:	Hidroelektrik Santral
IEA	:	Uluslararası Enerji Ajansı
IVSC	:	Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi
İNA	:	İndirgenmiş Nakit Akımları
JES	:	Jeotermal Enerji Santralleri
km	:	Kilometre
LFG	:	Landfill Gas
LNG	:	Sıvılaştırılmış Doğal Gaz
LPG	:	Sıvılaştırılmış Petrol Gazı
Ltd.	:	Limited
mn	:	Milyon
MW	:	Megawatt
MWh	:	Megawattsaat
No	:	Numara
PD/DD	:	Piyasa Değeri/Defter Değeri
PTF	:	Piyasa Takas Fiyatı
PV	:	Fotovoltaik Hücreler
RES	:	Rüzgâr Enerji Santrali
SPK	:	Sermaye Piyasası Kurulu
SPL	:	Sermaye Piyasası Lisanslama Sicil ve Eğitim Kuruluşu A.Ş.
Tatlıpınar, Şirket	:	Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.
TEİAŞ	:	Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi
Tic.	:	Ticaret
TL	:	Türk Lirası
TÜFE	:	Tüketici Fiyat Endeksi
UDS	:	Uluslararası Değerleme Standartları
Vakıf Yatırım	:	Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Vb.	:	Ve benzeri
XELKT	:	BIST Elektrik Endeksi
YEK	:	Yenilenebilir Enerji Kaynakları
YEKDEM	:	Yenilenebilir Enerji Kaynaklarını Destekleme Mekanizması

Esra SARI, Kurumsal Finansman Birimi Müdür Yardımcısı, iş hayatına Aralık/2016'da Vakıf Yatırım Kurumsal Finansman biriminde başlamıştır ve görevine bu kurumda devam etmektedir. Sarı, 6 yıllık süre içerisinde halka arz projeleri, özel sektör bono ve kira sertifikası ihraç süreçleri ve sermaye artırımları gibi birçok birim iş sürecinde görev almıştır. Marmara Üniversitesi Sermaye Piyasası bölümünden Lisans derecesine sahip olan Sarı, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı ve Türev Araçlar Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 211522, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 307948).

Mehmet Doğa Doğmuş, Kurumsal Finansman Birimi Uzmanı, iş hayatına Eylül/2019'da Konsey Yeminli Mali Müşavirlik Denetim ve Danışmanlık şirketinde Vergi Denetimi biriminde başlamıştır. Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik stajı başlatma sınavını geçerek hali hazırda Aday Meslek Mensubu olarak Tam Tasdik Hizmetleri ve KDV İadesi Tasdik Hizmetleri süreçlerinde aktif rol almıştır. Haziran/2020'de Vakıf Yatırım Menkul Kıymet İşlem Aracılığı Biriminde dealer olarak göreve başlamış, Haziran/2022'den itibaren aynı kurumda Kurumsal Finansman Biriminde görev yapmaktadır. Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi Çalışma Ekonomisi ve Endüstri İlişkileri bölümünden Lisans derecesine sahip olan Doğmuş, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı, Türev Araçlar Lisansı ve Kredi Derecelendirme Lisansı sahibidir. (Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı Belge Numarası 924586, Türev Araçlar Lisansı Belge Numarası 927118, Kredi Derecelendirme Lisansı Belge Numarası 927244).

1.3. Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'ni ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Vakıf Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

1.4. Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler, Şirket bağımsız denetim raporları, Şirket Yönetim Sunumları, kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ve Vakıf Yatırım'ın analizlerine ve tahminlerine dayanmaktadır. Vakıf Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Vakıf Yatırım, değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Değerleme kapsamında kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, Vakıf Yatırım elde edilmiş olan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu ve ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını taahhüt edememektedir.

Vakıf Yatırım tarafından projeksiyon dönemine ait verilerin oluşturulmasında, Şirket'in geçmiş faaliyet ve finansal sonuçları ile gelecek yıllara ilişkin beklentileri dikkate alınmıştır. Vakıf Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca muhafazakâr bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Elde edilen bilgilerin objektif ve bağımsız bir şekilde sorgulanması sonucunda oluşturulan ve makul oldukları düşünülen verilere göre hazırlanan bu raporda, verilerin benimsenmesinde gösterilen özene rağmen, şartlar ve olayların beklenildiği gibi gelişmemesi ve gelecekte yaşanabilecek olumsuz gelişmeler dolayısıyla Şirket değerinin öngörülen şekilde oluşmaması halinde Vakıf Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1. Kuruluş

Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. 27 Aralık 2011 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in tescil edilmiş Merkez adresi: Barbaros Mahallesi, İhlamur Bulvarı No:4 B D:1 Ataşehir / İstanbul'dur.

2.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda gösterilmektedir.

Şekil 1: Ortaklık Yapısı

Ödenmiş Sermaye (TL)	31.Ara.20	31.Ara.21	31.Ara.22
Ali İbrahimağaoğlu	29.697.840	29.697.840	116.792.466
Hüseyin A. İbrahimağaoğlu	19.980.000	19.980.000	78.575.192
Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.	12.720.000	12.720.000	50.023.846
Ali Can İbrahimağaoğlu	1.080	1.080	4.248
Hakkı İbrahimağaoğlu	1.080	1.080	4.248
Toplam	62.400.000	62.400.000	245.400.000

Hisse oranı (%)	31.Ara.20	31.Ara.21	31.Ara.22
Ali İbrahimağaoğlu	%47,59	%47,59	%47,59
Hüseyin A. İbrahimağaoğlu	%32,02	%32,02	%32,02
Akdeniz İnşaat ve Eğitim Hizmetleri A.Ş.	%20,39	%20,39	%20,39
Ali Can İbrahimağaoğlu	%0,00	%0,00	%0,00
Hakkı İbrahimağaoğlu	%0,00	%0,00	%0,00
Toplam	%100,00	%100,00	%100,00

Kaynak: Şirket

2.3. Faaliyetlere İlişkin Bilgiler

Şirket'in esas faaliyetleri; elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi, elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmekte ve ana sözleşmesinde yazılı olan diğer işleri yapmaktadır.

Şirket'in sahip olduğu RES Üretim lisansı ve süresi aşağıdaki şekildedir. Söz konusu Rüzgar Enerjisi Santrali EPDK üretim lisansına sahiptir.

Şekil 2: Şirket'in Sahip Olduğu RES Üretim Lisansı ve Süresi

Tesis Adı	Başlangıç Tarihi	Bitiş Tarihi	Devreye Alınma Tarihi
Tatlıpınar RES Faz 1	21.06.2012	14.02.2061	30.11.2019

Tesis Adı	Başlangıç Tarihi	Bitiş Tarihi	Devreye Alınma Tarihi
Tatlıpınar RES Faz 2	21.06.2012	14.02.2061	12.12.2020 -10.06.2021

Kaynak: Şirket

18 Mayıs 2005 tarihinde yayımlanan 5346 No'lu Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun'un 6. Maddesi uyarınca; yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üreten gerçek ve tüzel kişiler; I Sayılı Cetveldeki fiyatlardan on yıl, buna ilave olarak II Sayılı Cetveldeki fiyatlardan ilk beş yıl süre ile faydalanabilir hükmü yer almaktadır. Bu hüküm uyarınca ilgili santraldeki elektrik üretiminin ilk beş yıl 9,4 ABD Doları cent/kwh fiyat üzerinden sonraki beş yılda ise 7,3 ABD Doları cent/kwh üzerinden devlet tarafından alım garantisi bulunmaktadır.

3. Sektörel Bilgiler

3.1. Türkiye Elektrik Piyasası

TEİAŞ verilerine göre, Türkiye'de elektrik toplam kurulu güç büyüklüğü 2010 yılında 49.524 MW iken 2022 yılında 103.809 MW'ye ulaşmıştır. Toplam elektrik üretimi ise 2010 yılında 211.208 GWh iken 2022 yılında 326.015 GWh seviyesinde gerçekleşmiştir. Yıllar itibarıyla kurulu güç ve üretim verileri aşağıdaki grafiklerde gösterilmektedir.

Şekil 3: Türkiye Elektrik Enerjisi Toplam Kurulu Güç (MW)



Kaynak: TEİAŞ

Şekil 4: Türkiye Elektrik Enerjisi Toplam Üretim (GWh)

Kaynak: TEİAŞ

TEİAŞ verilerine göre, 2022 sonu itibarıyla birincil kaynaklara göre toplam santral sayısı 11.427 adet olup, bunun 9.353 adet ile ağırlıklı kısmı güneş santrallerinden oluşmaktadır. 2022 sonu itibarıyla toplam kurulu gücün (103.809 MW) %24,4'ünü doğal gaz, %22,4'ünü barajlı ve %11'ini rüzgar santralleri oluşturmaktadır. Birincil kaynaklara göre santral adetleri ve kurulu güç dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

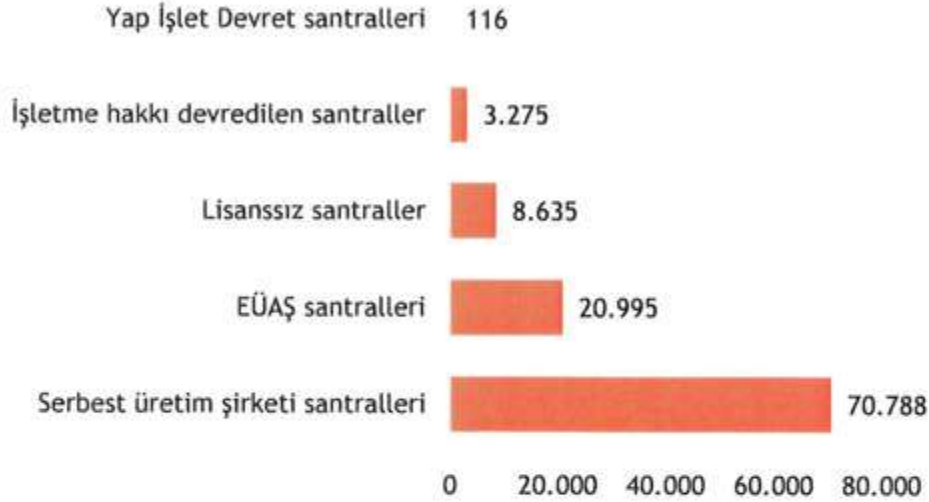
Şekil 5: Birincil Kaynaklara Göre Santral Adetleri ve Kurulu Güç

BİRİNCİL KAYNAK	SANTRAL ADEDİ	KURULU GÜÇ (MW)
Akarsu	610	8.296,3
Asfaltit Kömür	1	405,0
ATIK ISI	94	387,5
BARAJLI	141	23.275,2
Biyokütle	384	1.921,3
DOĞALGAZ	345	25.345,3
Fuel Oil	9	251,9
GÜNEŞ	9.353	9.425,4
İTHAL KÖMÜR	16	10.373,8
JEOTERMAL	63	1.691,3
Linyit	46	10.191,5
LNG	1	2,0
Motorin	1	1,0
NAFTA	1	4,7
RÜZGAR	358	11.396,2
TAŞKÖMÜR	4	840,8
TOPLAM	11.427	103.809,3

Kaynak: TEİAŞ

TEİAŞ verilerine göre, 2022 sonu itibarıyla toplam kurulu gücün kuruluşlara göre dağılımını incelediğimizde; 103.809 MW'lık toplam kurulu gücün 70.788 MW'sinin serbest üretim şirketi santrallerine, 20.995 MW'sinin EÜAŞ santrallerine, 8.635 MW'sinin lisanssız santrallere, 3.275 MW'sinin işletme hakkı devredilen santrallere ve 116 MW'sinin yap işlet devret santrallerine ait olduğu görülmektedir.

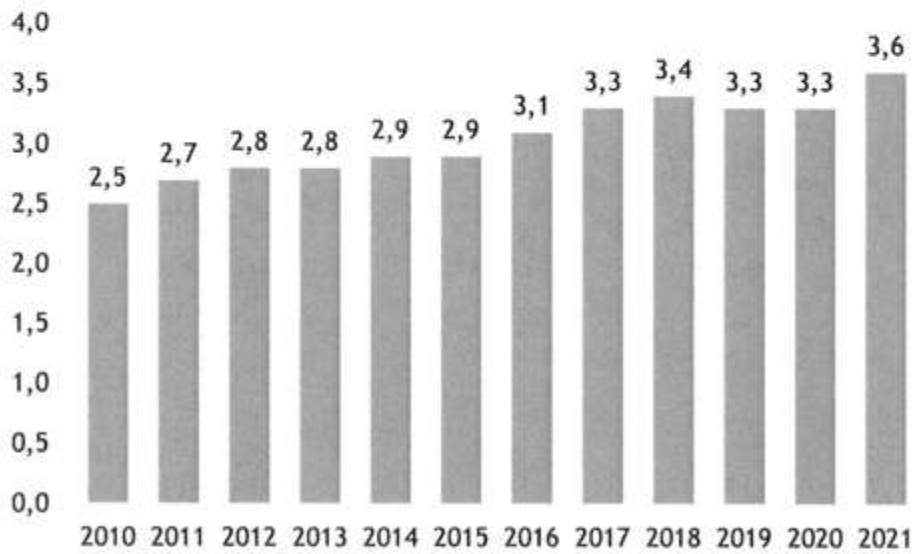
Şekil 6: Kuruluşlara Göre Kurulu Güç Dağılımı (MW)



Kaynak: TEİAŞ

Uluslararası Enerji Ajansı (IEA) verilerine göre, yıllar itibarıyla Türkiye'de kişi başına elektrik tüketiminin yukarı yönlü seyir izlediği görülmektedir. Buna göre 2010 yılında 2,5 MWh olan kişi başı elektrik tüketimi 2021 yılında 3,6 MWh seviyesinde gerçekleşmiştir.

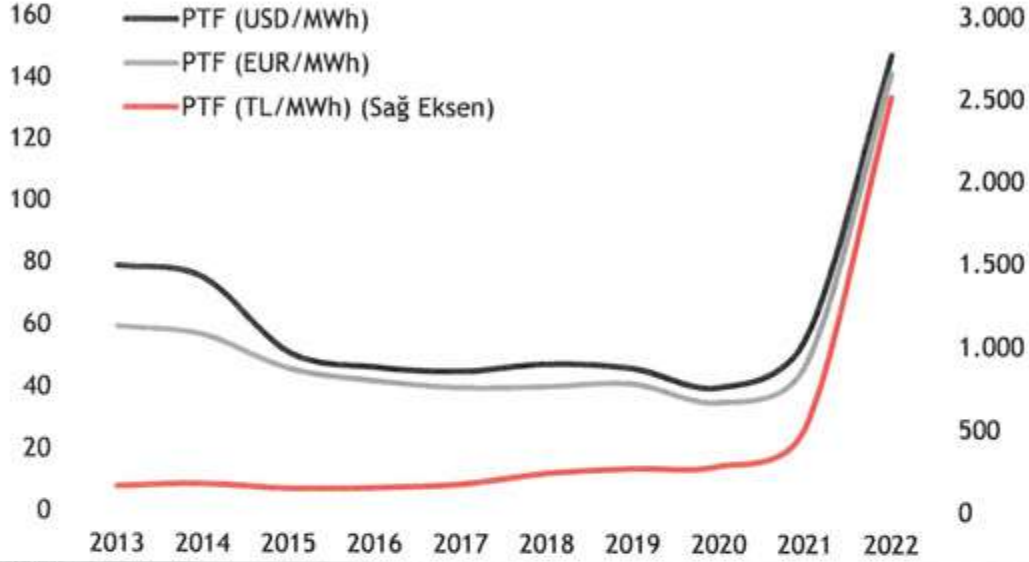
Şekil 7: Türkiye'de Kişi Başı Elektrik Tüketimi (MWh)



Kaynak: IEA

Türkiye elektrik piyasasında fiyat hareketlerinin seyrini incelediğimizde aşağıdaki grafik üzerinde de görüleceği gibi özellikle de 2021 yılından itibaren yukarı yönde eğilimin yaşandığı görülmektedir. EPIAŞ verilerine göre Gün Öncesi Piyasası'nda (GÖP) yıllık ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF) 2020 yılında 278,72 TL/MWh (40,11 USD/MWh, 41,11 EUR/MWh), 2021 yılında 508,10 TL/MWh (55,60 USD/MWh, 47,25 EUR/MWh) ve 2022 yılında 2.510,72 TL/MWh (147,50 USD/MWh, 141,63 EUR/MWh) seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Şekil 8: Gün Öncesi Piyasası (GÖP) Yıllık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF)



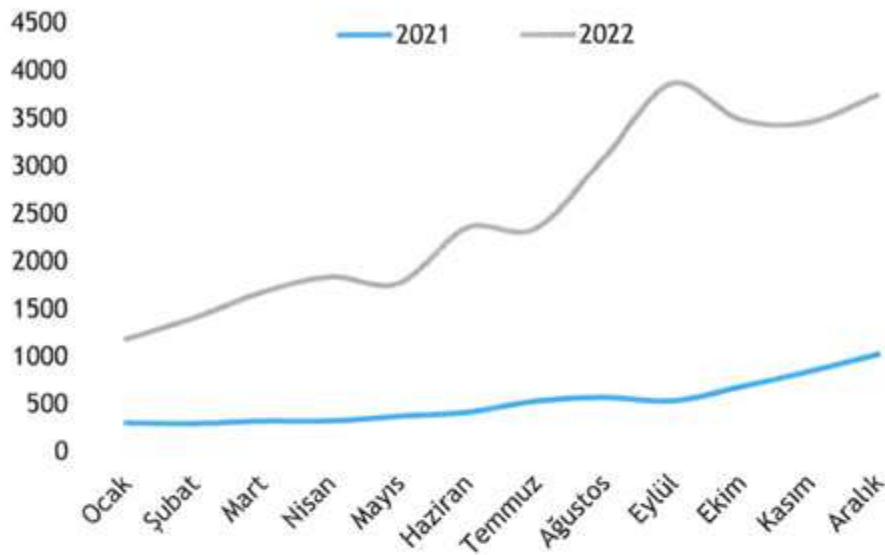
Kaynak: EPIAŞ

Şekil 9: Gün Öncesi Piyasası (GÖP) Yıllık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF)

ORTALAMA PTF	PTF (TL/MWh)	PTF (USD/MWh)	PTF (EUR/MWh)
2013	150,08	78,86	59,39
2014	163,97	75,07	56,56
2015	138,01	51,05	45,83
2016	140,57	46,30	41,93
2017	163,84	45,00	39,86
2018	231,64	47,42	40,25
2019	260,32	46,03	41,11
2020	278,72	40,11	35,19
2021	508,10	55,60	47,25
2022	2.510,72	147,50	141,63

Kaynak: EPIAŞ

Şekil 10: Günlük Öncesi Piyasası (GÖP) Aylık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (TL/MWh)



Kaynak: EPIAŞ

YEK Destekleme Mekanizması

Ülkemizde yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretimi 5346 sayılı "Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun" ile desteklenmektedir. 5346 sayılı Kanunun amacı; yenilenebilir enerji kaynaklarının elektrik enerjisi üretimi amaçlı kullanımının yaygınlaştırılması, bu kaynakların güvenilir, ekonomik ve kaliteli biçimde ekonomiye kazandırılması, kaynak çeşitliliğinin artırılması, sera gazı emisyonlarının azaltılması, atıkların değerlendirilmesi, çevrenin korunması ve bu amaçların gerçekleştirilmesinde ihtiyaç duyulan imalat sektörünün geliştirilmesidir.

Bu Kanunun yürürlüğe girdiği 18/5/2005 tarihinden 31/12/2020 tarihine kadar işletmeye girmiş veya girecek olan YEK Destekleme Mekanizmasına tabi üretim lisansı sahipleri için, aşağıdaki tabloda yer alan fiyatlar, on yıl süre ile uygulanır. 31/12/2020 tarihinden sonra işletmeye girecek olan YEK Belgeli üretim tesisleri için bu Kanuna göre uygulanacak fiyat ve süreler aşağıdaki tabloda yer alan fiyatları geçmemek üzere Cumhurbaşkanı tarafından belirlenir. 30/6/2021 tarihinden sonra işletmeye girecek olan elektrik üretim tesisleri için Türk lirası olarak uygulanacak YEK Destekleme Mekanizmasına ve fiyatların güncellenmesine ilişkin usul ve esaslar Cumhurbaşkanı tarafından belirlenir. İşletmeye giren lisanslı elektrik üretim tesislerinden YEK Destekleme Mekanizmasına bir sonraki takvim yılında tabi olmak isteyenler YEK Belgesi almak ve EPDK tarafından belirlenecek tarihe kadar EPDK'ya başvurmak zorundadır.

	4- Isı enerjisi depolama sisteminin mekanik aksamı	1,3
	5- Kulede güneş ışıını toplayarak buhar üretim sisteminin mekanik aksamı	2,4
	6- Stirling motoru	1,3
	7- Panel entegrasyonu ve güneş paneli yapısal mekaniği	0,6
E- Biyokütle enerjisine dayalı üretim tesisi	1- Akışkan yataklı buhar kazanı	0,8
	2- Sıvı veya gaz yakıtlı buhar kazanı	0,4
	3- Gazlaştırma ve gaz temizleme grubu	0,6
	4- Buhar veya gaz türbini	2,0
	5- İçten yanmalı motor veya stirling motoru	0,9
	6- Jeneratör ve güç elektroniği	0,5
	7- Kojenerasyon sistemi	0,4
F- Jeotermal enerjisine dayalı üretim tesisi	1- Buhar veya gaz türbini	1,3
	2- Jeneratör ve güç elektroniği	0,7
	3- Buhar enjektörü veya vakum kompresörü	0,7

Kaynak: 5346 Sayılı Kanun

4. Finansal Veriler

4.1. Bilanço

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilanço kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Şekil 11: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço Kalemleri

Bilanço (TL)	2020	2021	2022	31.03.2023
VARLIKLAR				
Dönen varlıklar	47.344.505	269.770.813	160.811.027	358.269.474
Nakit ve nakit benzerleri	1.812.285	43.438.091	154.281.730	180.995.901
Ticari alacaklar	3.405.371	19.281.678	-	11.970.750
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	3.405.371	19.281.678	-	11.970.750
Diğer alacaklar	3.949.792	148.542.079	2.150.267	52.595
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	720	148.324.923	2.144.751	-
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	3.949.072	217.156	5.516	52.595
Stoklar	-	55.649.828	-	-
Peşin ödenmiş giderler	38.177.057	2.806.994	3.934.889	164.564.754
-İlişkili taraflara peşin ödenmiş giderler	15.085.970	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflara peşin ödenmiş giderler	23.091.087	2.806.994	3.934.889	164.564.754
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	52.143	444.141	685.474
Duran varlıklar	418.884.700	1.418.599.059	2.532.958.273	2.569.271.366
Ticari alacaklar	2.357.826	-	-	-
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	2.357.826	-	-	-
Diğer alacaklar	286.574	291.932	343.619	565.479
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	286.574	291.932	343.619	565.479
Özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar*	-	-	643.734.003	659.183.982
Maddi duran varlıklar	392.813.374	1.376.512.941	1.831.723.613	1.851.351.396
Kullanım hakkı varlıkları	23.424.760	41.793.786	57.157.038	58.170.509
Maddi olmayan duran varlıklar	2.166	400	-	-
-Diğer maddi olmayan duran varlıklar	2.166	400	-	-
TOPLAM VARLIKLAR	466.229.205	1.688.369.872	2.693.769.300	2.927.540.840

KAYNAKLAR

Kısa vadeli yükümlülükler	91.198.026	301.945.942	169.204.487	265.653.774
Kısa vadeli borçlanmalar	-	-	-	-
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	79.449.487	277.622.623	127.528.146	150.835.434
Ticari borçlar	9.585.783	15.313.661	19.515.322	106.257.893
-İlişkili taraflara ticari borçlar	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	9.585.783	15.313.661	19.515.322	106.257.893
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	364.471	745.238	306.259	749.197
Diğer borçlar	1.006.479	6.947.008	10.625.496	6.817.907
-İlişkili taraflara diğer borçlar	-	-	-	-
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	1.006.479	6.947.008	10.625.496	6.817.907
Ertelenmiş gelirler	-	-	10.073.186	-
-İlişkili taraflardan ertelenmiş gelirler	-	-	-	-

-İlişkili olmayan taraflardan ertelenmiş gelirler	-	-	10.073.186	-
Kısa vadeli karşılıklar	791.806	1.317.412	1.156.078	993.343
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	215.259	457.678	508.070	803.324
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	576.547	859.734	648.008	190.019
Uzun vadeli yükümlülükler	332.083.686	1.053.106.946	1.443.735.308	1.514.907.529
Uzun vadeli borçlanmalar	328.316.730	1.020.261.694	1.411.778.960	1.479.285.048
Diğer borçlar	1.227.762	30.307.251	-	306
-İlişkili taraflara diğer borçlar	1.227.762	30.274.328	-	306
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	-	32.923	-	-
Uzun vadeli karşılıklar	362.683	409.760	949.556	1.310.941
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	362.683	409.760	949.556	1.310.941
Ertelenmiş vergi yükümlülüğü	2.176.511	2.128.241	31.006.792	34.311.234
Toplam yükümlülükler	423.281.712	1.355.052.888	1.612.939.795	1.780.561.303
Özkaynaklar	42.947.493	333.316.984	1.080.829.505	1.146.979.537
Ana ortaklığa ait özkaynaklar	42.947.493	333.316.984	1.080.829.505	1.146.979.537
Ödenmiş sermaye	62.400.000	62.400.000	245.400.000	245.400.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler / (giderler)	145.717.435	245.277.999	449.288.706	474.835.316
-Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kazançları (kayıpları)	-213.810	-124.652	-382.800	-579.561
-Yabancı para çevrim farkları	145.931.245	245.402.651	410.660.794	436.158.257
-Özkaynak yön. ile değ. yat. diğer kap. gelir payları	-	-	39.010.712	39.256.620
Geçmiş yıl karları / zararları	-133.496.911	-165.169.942	25.638.985	386.140.799
Net dönem karı	-31.673.031	190.808.927	360.501.814	40.603.422
TOPLAM KAYNAKLAR	466.229.205	1.688.369.872	2.693.769.300	2.927.540.840

*Şirket'in Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payı 24.07.2023 tarihinde Akdeniz İnşaat'a satılmıştır.

Kaynak: Şirket

Şirket'in toplam varlıkları 2020 yılsonu itibarıyla 466.229.205 TL, 2021 yılsonu itibarıyla 1.688.369.872 TL, 2022 yılsonu itibarıyla 2.693.769.300 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 2.927.540.840 TL'dir. Toplam varlıklar içerisinde dönen varlıkların ağırlığı söz konusu tarihler itibarıyla sırasıyla %10,2, %16, %6 ve %12,2 seviyelerinde gerçekleşmiştir. Dönen varlıklar; nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar, diğer alacaklar, stoklar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. Şirket'in 2020 sonu itibarıyla 1.812.285 TL ve 2021 sonu itibarıyla 43.438.091 TL olan nakit ve nakit benzerleri 31.03.2023 itibarıyla 180.995.901 TL'dir.

Duran varlıkların toplam varlıklar içerisindeki payı 2020 sonu itibarıyla %89,8, 2021 sonu itibarıyla %84, 2022 sonu itibarıyla %94 ve 31.03.2023 itibarıyla %87,8 seviyesindedir. Duran varlıklar; ticari alacaklar, diğer alacaklar, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırımlar, maddi duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, maddi olmayan duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. Duran varlıklar içerisinde önemli ağırlığa sahip olan maddi duran varlıklar 2020 sonu itibarıyla 392.813.374 TL, 2021 sonu itibarıyla 1.376.512.941 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.831.723.613 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.851.351.396 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Bilançonun kaynaklar dağılımına baktığımızda; toplam yükümlülüklerin 2020 sonu itibarıyla 423.281.712 TL, 2021 sonu itibarıyla 1.355.052.888 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.612.939.795 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.780.561.303 TL olduğu ve toplam kaynaklar içerisindeki payının söz konusu tarihler itibarıyla sırasıyla %90,8, %80,3, %59,9 ve %60,8 seviyesinde olduğu görülmektedir.

Kısa vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payının 2020 sonu itibarıyla %19,6, 2021 sonu itibarıyla %17,9, 2022 sonu itibarıyla %6,3 ve 31.03.2023 itibarıyla %9,1 seviyesinde olduğu görülmektedir. Kısa vadeli yükümlülükler içerisinde önemli bir ağırlığa sahip olan uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları kalemi 2020 sonu itibarıyla 79.449.487 TL, 2021 sonu itibarıyla 277.622.623 TL, 2022 sonu itibarıyla 127.528.146 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 150.835.434 TL'dir.

Uzun vadeli yükümlülüklerin toplam kaynaklar içerisindeki payı 2020 sonu itibarıyla %71,2, 2021 sonu itibarıyla %62,4, 2022 sonu itibarıyla %53,6 ve 31.03.2023 itibarıyla %51,7 seviyesindedir. Uzun vadeli yükümlülükler içerisinde ağırlığı oluşturan uzun vadeli borçlanmalar 2020 sonu itibarıyla 328.316.730 TL, 2021 sonu itibarıyla 1.020.261.694 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.411.778.960 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.479.285.048 TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in toplam özkaynakları 2020 sonu itibarıyla 42.947.493 TL, 2021 sonu itibarıyla 333.316.984 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.080.829.505 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.146.979.537 TL seviyesindedir. 2020 ve 2021 yıllarında 62.400.000 TL olan ödenmiş sermaye 31.03.2023 itibarıyla 245.400.000 TL seviyesindedir.

Şirket'in borçluluk yapısı incelendiğinde; toplam finansal borçlarının 2020 sonu itibarıyla 407.766.217 TL, 2021 sonu itibarıyla 1.297.884.317 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.539.307.106 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.630.120.482 TL olduğu, toplam finansal borçların ağırlıklı kısmının uzun vadeli borçlanmalardan oluştuğu görülmektedir. Buna göre, uzun vadeli borçlanmaların toplam finansal borçlar içerisindeki payı 2020 sonu itibarıyla %80,5, 2021 sonu itibarıyla %78,6, 2022 sonu itibarıyla %91,7 ve 31.03.2023 itibarıyla %90,7 seviyesinde olup, söz konusu tarihler itibarıyla sırasıyla 328.316.730 TL, 1.020.261.694 TL, 1.411.778.960 TL ve 1.479.285.048 TL seviyesindedir. Şirket'in net borç pozisyonu 2020 sonu itibarıyla 405.953.932 TL, 2021 sonu itibarıyla 1.254.446.226 TL, 2022 sonu itibarıyla 1.385.025.376 TL ve 31.03.2023 itibarıyla 1.449.124.581 TL seviyesindedir.

Şekil 12: Şirket Finansal Borçluluk Yapısı

Finansal Borçluluk (TL)	2020	2021	2022	31.03.2023
Finansal borçlar toplamı	407.766.217	1.297.884.317	1.539.307.106	1.630.120.482
Kısa vadeli borçlanmalar	-	-	-	-
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	79.449.487	277.622.623	127.528.146	150.835.434
Uzun vadeli borçlanmalar	328.316.730	1.020.261.694	1.411.778.960	1.479.285.048
Nakit ve nakit benzerleri	1.812.285	43.438.091	154.281.730	180.995.901
Net borç	405.953.932	1.254.446.226	1.385.025.376	1.449.124.581

Kaynak: Şirket

4.2. Gelir Tablosu

Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş konsolide gelir tablosu kalemleri aşağıda yer almaktadır.

Şekil 13: Şirket'in Bağımsız Denetimden Geçmiş Seçilmiş Konsolide Gelir Tablosu Kalemleri

Geir Tablosu (TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Hasılat	20.566.219	300.239.441	766.479.936	156.418.160	187.358.186
Satışların maliyeti	-14.600.745	-98.050.046	-390.555.021	-76.342.399	-92.361.538
Brüt kar	5.965.474	202.189.395	375.924.915	80.075.761	94.996.648
Genel yönetim giderleri	-1.317.601	-2.004.189	-4.356.574	-734.193	-483.331
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	2.483.298	101.931.709	169.862.380	91.929.002	10.094.798
Esas faaliyetlerden diğer giderler	-5.046.270	-167.706.233	-231.386.411	-78.649.252	-9.449.605
Esas faaliyet karı / (zararı)	2.084.901	134.410.682	310.044.310	92.621.318	95.158.510
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	--	--	--	--	--
Yatırım faaliyetlerinden giderler	--	--	--	--	--
Özkaynak yön. Değerlenen yat. Kar (zarar) paylar	--	--	4.695.592	--	-456.957
Finans. gelir / (gideri) önc. faal. karı/zararı	2.084.901	134.410.682	314.739.902	92.621.318	94.701.553
Finansman gelirleri	680.941	123.878.163	255.324.993	1.305.018	5.769.701
Finansman giderleri	-34.121.093	-69.284.078	-181.477.298	-26.473.145	-57.268.551
Sürd. faal.vergi önc. kar/(zarar)	31.355.251	189.004.767	388.587.597	67.453.191	43.202.703
Sürd. faal.vergi gelir / (gideri)	-317.780	1.804.160	-28.085.783	-11.051.398	-2.599.281
- Dönem vergi gideri	--	--	--	--	--
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	-317.780	1.804.160	-28.085.783	-11.051.398	-2.599.281
Sürd. faal. dönem karı / (zararı)	31.673.031	190.808.927	360.501.814	56.401.793	40.603.422
	-6,4%	-0,7%	-0,6%		
DÖNEM KARI / (ZARARI)	31.673.031	190.808.927	360.501.814	56.401.793	40.603.422
Dönem kar / zararının dağılımı					
Kontrol gücü olmayan paylar	--	--	--	--	--
Ana ortaklık payları	-31.673.031	190.808.927	360.501.814	56.401.793	40.603.422

Kaynak: Şirket

Şirket hasılatının tamamı elektrik satış gelirlerinden oluşmaktadır. Toplam hasılat 2020 yılında 20.566.219 TL, 2021 yılında 300.239.441 TL ve 2022 yılında 766.479.936 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 1Ç23 döneminde ise toplam hasılat 187.358.186 TL seviyesinde gerçekleşmiştir (1Ç22: 156.418.160 TL).

Şirket'in faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup, genel yönetim giderlerinin detayına aşağıdaki tabloda yer verilmektedir.

Şekil 17: Genel Yönetim Giderlerinin Dağılımı

Genel yönetim giderleri (TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
Memur ücret ve giderleri	-958.060	-1.548.086	-2.560.423	-589.975	-92.606
Müşavirlik giderleri	-55.453	-95.900	-346.228	-40.448	-97.125
Diğer personel giderleri	-23.841	-81.587	-149.734	-27.643	-39.476
Temsil ve ağırlama giderleri	-392	-1.180	-58.226	-32.025	-58.727
Seyahat giderleri	-13.191	-14.059	-61.938	-3.940	-2.699
Akaryakıt giderleri	--	-16.425	-74.223	-4.209	-25.067
Araç kiralama giderleri	-18.400	-24.127	-48.840	-12.840	-45.000
Danışmanlık giderleri	-799	-155.816	-943.687	-12.500	-9.250
Kira giderleri	-11.760	-13.452	-16.119	-4.030	-6.941
Vergi resim ve harç giderleri	-117.613	-29.673	-52.858	-5.713	-69.312
Diğer çeşitli giderler	-118.092	-23.884	-44.298	-870	-37.128
Toplam	-1.317.601	-2.004.189	-4.356.574	-734.193	-483.331

Kaynak: Şirket

Şirket'in operasyonel performans göstergelerini incelediğimizde, FAVÖK'ü 2020 yılında 12.229.127 TL (FAVÖK marjı %59,5), 2021 yılında 236.201.333 TL (FAVÖK marjı %78,7), 2022 yılında 465.205.305 TL (FAVÖK marjı %60,7) ve 1Ç23 döneminde 120.655.195 TL (FAVÖK marjı %64,4) seviyelerinde gerçekleşmiştir.

Şekil 18: Operasyonel Kârlılık

Operasyonel Kârlılık (TL)	2020	2021	2022	1Ç22	1Ç23
FVÖK	4.647.873	200.185.206	371.568.341	79.341.568	94.513.317
FVÖK Marjı	22,6%	66,7%	48,5%	50,7%	50,4%
FAVÖK	12.229.127	236.201.333	465.205.305	99.313.423	120.655.195
FAVÖK Marjı	59,5%	78,7%	60,7%	63,5%	64,4%

Kaynak: Şirket

5. Değerleme

5.1. Değerleme Yöntemleri

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen temel değerleme yaklaşımlarının tamamı dikkate alınmıştır. Söz konusu temel değerleme yaklaşımları aşağıda yer almaktadır.

- **Pazar Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 20.1. maddesi uyarınca pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder.
- **Gelir Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 40.1. maddesi uyarınca gelir yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değerin, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir.
- **Maliyet Yaklaşımı:** UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 60.1. maddesi uyarınca maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Şirket'in kuruluş döneminde olmaması ve bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması nedeniyle Maliyet Yaklaşımı dikkate alınmış ancak değer tespitinde kullanılmamıştır. Diğer yandan, Şirket Özsermaye Değerinin tespitinde "Gelir Yaklaşımı" ve "Pazar Yaklaşımı" dikkate alınmış ve kullanılmıştır. Şirket'in 2030 yılına kadar (2030 yılı dahil) ürettiği elektriği YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunduğu Şirket'in gelecekte elde edeceği gelirin öngörülebilir olduğu düşünülmektedir. Bu doğrultuda değer tespitinde "Gelir Yaklaşımı" kullanılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.1. maddesinde belirtildiği üzere gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmakta olup, Şirket değerlemesinde "Gelir Yaklaşımı" kapsamında İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi kullanılmıştır. Halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması nedeniyle değer tespitinde "Pazar Yaklaşımı" bir diğer yöntem olarak kullanılmış, bu kapsamda "Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi" (Çarpan Analizi) dikkate alınmıştır.

5.1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi

İNA yönetimi kapsamında Şirket için 2023-2032 dönemine ait ("Projeksiyon Dönemi") nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirket'in ürettiği elektriği 2030 yılına kadar (2030 yılı dahil) YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmakta olup, sonrasında ise piyasa fiyatı üzerinden satacaktır. YEKDEM kapsamından çıkması ile Şirket nakit akımlarının öngörülebilirliğinin azalacağı düşünüldüğünden, Projeksiyon Dönemi sonrası devam eden değerin hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22. maddesinin b bendi uyarınca bozulan bir yapıda kullanılabilen "Pazar yaklaşımı/çıkış değeri" yöntemi kullanılmıştır.

TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
NET SATIŞ GELİRLERİ	862.845.273	1.673.783.140	2.447.349.279	2.300.929.946	2.557.194.612
Elektrik satış gelirleri (TL/MWh)	816.959.645	1.609.403.547	2.363.703.875	2.201.520.228	2.446.515.364
Toplam Kurulu Güç (MW)	115,5	228,1	228,1	228,1	228,1
Mevcut RES	115,5	115,5	115,5	115,5	115,5
Yeni RES		33,6	33,6	33,6	33,6
Yeni GES		79	79	79	79
Üretim miktarı (GWh)	364	511	578	577	576
Mevcut RES	364,3	364,3	364,3	364,3	364,3
Yeni RES		77,6	105	105	105
Yeni GES		69,6	109	108	107
Satış miktarı (GWh)	364	511	578	577	576
Kapasite faktörü	36,0%	25,6%	28,9%	28,9%	28,8%
Ortalama birim elektrik satış fiyatı (TL/MWh)	2.243	3.147	4.088	3.815	4.247
YEKDEM fiyatı (USD/MWh)	94	94	94	73	73
Dengeleme şirketinden alınan prim (USD/MWh)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Serbest piyasa fiyatı (TL/MWh)	1.788	2.523	3.302	3.944	4.398
PTF (TL/MWh)	3.887	5.485	7.177	8.573	9.559
Azami uzlaştırma fiyatı başlangıç değeri (TL/MWh)	1.788	2.523	3.302	3.944	4.398
Karbon gelirleri (USD)	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000

Kaynak: Vakıf Yatırım

TL	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
NET SATIŞ GELİRLERİ	2.782.400.849	3.027.484.791	3.294.204.517	3.873.256.606	4.214.585.128
Elektrik satış gelirleri (TL/MWh)	2.661.760.467	2.895.986.776	3.150.871.680	3.717.023.814	4.044.291.384
Toplam Kurulu Güç (MW)	228,1	228,1	228,1	228,1	228,1
Mevcut RES	115,5	115,5	115,5	115,5	115,5
Yeni RES	33,6	33,6	33,6	33,6	33,6
Yeni GES	79	79	79	79	79
Üretim miktarı (GWh)	575	574	573	572	571
Mevcut RES	364,3	364,3	364,3	364,3	364,3
Yeni RES	105	105	105	105	105
Yeni GES	106	105	104	103	102
Satış miktarı (GWh)	575	574	573	572	571
Kapasite faktörü	28,8%	28,7%	28,7%	28,6%	28,6%
Ortalama birim elektrik satış fiyatı (TL/MWh)	4.630	5.046	5.500	6.500	7.086
YEKDEM fiyatı (USD/MWh)	73	73	73		
Dengeleme şirketinden alınan prim (USD/MWh)	3,75	3,75	3,75	3,75	3,75
Serbest piyasa fiyatı (TL/MWh)	4.793	5.225	5.695	6.208	6.766
PTF (TL/MWh)	10.420	11.357	12.380	13.494	14.708
Azami uzlaştırma fiyatı başlangıç değeri (TL/MWh)	4.793	5.225	5.695	6.208	6.766
Karbon gelirleri (USD)	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000	2.000.000

5.1.1.1.3. Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Elektrik satış giderleri: Satışların maliyeti içerisinde ağırlığı elektrik satış giderleri oluşturmaktadır. Elektrik satış giderlerinin net satış gelirlerine oranı 2020-2021 döneminde ortalama %20,3 seviyesinde gerçekleşirken, yükselen PTF fiyatları nedeniyle 2022 yılında %31,7 seviyesinde oluşmuştur. Modelimizde elektrik satış giderlerinin hasılatlara oranının Projeksiyon Dönemi boyunca 2020-2021 dönemi ortalaması olan %20 düzeyinde olacağı tahmin edilmektedir.

Amortisman giderleri: Projeksiyon dönemi boyunca amortisman giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %8 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

Bakım-onarım ve sigorta giderleri: Bakım-onarım ve sigorta giderleri Avro bazlı kontratlar üzerinden ödenmekte olup, Projeksiyon Dönemi boyunca Avro Bölgesi tahmini enflasyon oranı ile büyüyeceği tahmin edilmektedir.

Diğer satışların maliyeti: Satışların maliyeti içerisinde yer alan diğer maliyet kalemlerinin (personel giderleri, müşavirlik giderleri vb.) Projeksiyon Dönemi boyunca ortalama TÜFE tahminlerimiz doğrultusunda artacağı tahmin edilmektedir.

TL	2023T	2024T	2025T
SATIŞLARIN MALİYETİ	-430.552.496	-628.441.857	-821.265.436
Elektrik satış giderleri	-172.569.055	-334.756.628	-489.469.856
Amortisman giderleri	-177.276.144	-177.407.254	-177.598.957
Bakım onarım giderleri	-70.644.256	-101.991.452	-135.428.019
Sığorta giderleri	-2.675.334	-3.862.468	-5.128.728
Personel giderleri	-3.773.566	-5.324.501	-6.967.110
Müşavirlik giderleri	-1.881.052	-2.654.164	-3.472.974
Diğer çeşitli giderler	-1.733.090	-2.445.390	-3.199.792

TL	2026T	2027T	2028T
SATIŞLARIN MALİYETİ	-824.979.958	-901.842.347	-970.877.990
Elektrik satış giderleri	-460.185.989	-511.438.922	-556.480.170
Amortisman giderleri	-177.779.192	-177.979.500	-178.197.449
Bakım onarım giderleri	-164.492.529	-187.169.224	-208.502.772
Sigorta giderleri	-6.229.415	-7.088.193	-7.896.106
Personel giderleri	-8.322.213	-9.279.268	-10.114.402
Müşavirlik giderleri	-4.148.467	-4.625.541	-5.041.839
Diğer çeşitli giderler	-3.822.152	-4.261.700	-4.645.253

TL	2029T	2030T	2031T	2032T
SATIŞLARIN MALİYETİ	-1.046.579.203	-1.129.600.191	-1.278.439.606	-1.383.440.333
Elektrik satış giderleri	-605.496.958	-658.840.903	-774.651.321	-842.917.026
Amortisman giderleri	-178.434.596	-178.692.635	-178.996.032	-179.326.166
Bakım onarım giderleri	-232.267.918	-258.741.815	-288.233.207	-321.086.028
Sigorta giderleri	-8.796.104	-9.798.684	-10.915.538	-12.159.690
Personel giderleri	-11.024.698	-12.016.921	-13.098.443	-14.277.303
Müşavirlik giderleri	-5.495.605	-5.990.209	-6.529.328	-7.116.968
Diğer çeşitli giderler	-5.063.325	-5.519.025	-6.015.737	-6.557.153

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.4. Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderleri sadece genel yönetim giderlerinden oluşmakta olup, Projeksiyon Dönemi boyunca yıllık ortalama TÜFE tahminlerimiz doğrultusunda artacağı varsayılmıştır. Böylelikle Projeksiyon Döneminde faaliyet giderlerinin net satış gelirlerine oranının ortalama %0,6 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
FAALİYET GİDERLERİ	-6.745.501	-9.517.902	-12.454.175	-14.876.512	-16.587.311
Satışlara oranı	-0,8%	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%

TL	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
FAALİYET GİDERLERİ	-18.080.169	-19.707.385	-21.481.049	-23.414.344	-25.521.635
Satışlara oranı	-0,6%	-0,7%	-0,7%	-0,6%	-0,6%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.5. Net İşletme Sermayesi Projeksiyonu

Şirket'in Projeksiyon Dönemi'nde net işletme sermayesinin net satış gelirlerine oranı ihtiyatlılık gereği %0 varsayılmıştır.

5.1.1.1.6. Yatırım Harcamaları Projeksiyonu

Şirket'in kapasite artırımı nedeniyle 2023 yılında yatırım harcamalarının Şirket yönetiminin öngörülleri doğrultusunda 1.805.498.358 TL seviyesinde gerçekleşeceği (satışlara oranı %209,2), sonraki yıllarda satış gelirlerine oranının ortalama %0,2 seviyesinde olacağı tahmin edilmektedir.

TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
YATIRIM HARCAMALARI	-1.805.498.358	-2.830.228	-4.138.265	-3.890.682	-4.324.004
Satışlara oranı	-209,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%

TL	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
YATIRIM HARCAMALARI	-4.704.809	-5.119.226	-5.570.227	-6.549.356	-7.126.514
Satışlara oranı	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%	-0,2%

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.1.1.7. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29. maddesi uyarınca, tahmini nakit akışlarını indirmek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtmaları gerekli görülmektedir. Bu doğrultuda İNA çalışmasında halka açık şirket yatırımcıları tarafından sıkça kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM, "öz sermaye oranı x öz sermaye maliyeti (risksiz faiz oranı + beta x risk primi) + borçlanma oranı x vergi sonrası borçlanma maliyeti" şeklinde hesaplanmakta olup, bu hesaplamada kullanılan parametreler aşağıda yer almaktadır.

- **Risksiz faiz oranı:** TL bazlı İNA modeli kapsamında risksiz faiz oranı olarak 2023 yılı için %20, 2024 yılı için %19,5, 2025 yılı için %19, 2026 yılı için %18,5, 2027 yılı ve sonrası için %18 kullanılmıştır.
- **Risk primi:** Projeksiyon Dönemi boyunca risk priminin %5,5 düzeyinde olacağı varsayılmaktadır.
- **Borçlanma maliyeti:** Şirket'in Projeksiyon Dönemi boyunca risksiz faiz oranı üzerinden 4,5 puan borç primi ile borçlanacağı varsayılmaktadır.
- **Özsermaye Oranı:** Şirket'in 31.03.2023 itibarıyla özkaynaklarının toplam kaynaklarına oranı %39,2 seviyesinde olup, söz konusu oranın Projeksiyon Dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmaktadır.
- **Kurumlar vergisi oranı:** Kurumlar vergisi oranı 2023 yılı için %25, sonraki yıllar için %20 olarak dikkate alınmıştır.
- **Beta:** Projeksiyon Dönemi boyunca Beta katsayısı 1,0 olarak dikkate alınmıştır.

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Risksiz Faiz Oranı	%20,0	%19,5	%19,0	%18,5	%18,0
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%25,5	%25,0	%24,5	%24,0	%23,5
Borçlanma Maliyeti	%24,5	%24,0	%23,5	%23,0	%22,5
Borç primi	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5
Kurumlar Vergisi Oranı	%25,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%18,4	%19,2	%18,8	%18,4	%18,0
Özsermaye Oranı	%39,2	%39,2	%39,2	%39,2	%39,2
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%21,2	%21,5	%21,0	%20,6	%20,2

AĞIRLIKLI ORTALAMA SERMAYE MALİYETİ	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Risksiz Faiz Oranı	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0
Risk Primi	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5	%5,5
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	%23,5	%23,5	%23,5	%23,5	%23,5
Borçlanma Maliyeti	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5	%22,5
Borç primi	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5	%4,5
Kurumlar Vergisi Oranı	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0	%20,0
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0	%18,0
Özsermaye Oranı	%39,2	%39,2	%39,2	%39,2	%39,2
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	%20,2	%20,2	%20,2	%20,2	%20,2

Kaynak: Vakıf Yatırım

5.1.2. İNA Analizi Sonucu

İNA yönetimi kapsamında Şirket için 2023-2032 dönemine ait ("Projeksiyon Dönemi") nakit akımları tahmin edilmeye çalışılmıştır. Şirket'in ürettiği elektriği 2030 yılına kadar (2030 yılı dahil) YEKDEM kapsamında satma hakkı bulunmakta olup, sonrasında ise piyasa fiyatı üzerinden satacaktır. YEKDEM kapsamından çıkması ile Şirket nakit akımlarının öngörülebilirliğinin azalacağı düşünüldüğünden, Projeksiyon Dönemi sonrası devam eden değer hesabında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.22. maddesinin b bendi uyarında bozulan bir yapıda kullanılabilen "Pazar yaklaşımı/çıkış değeri" yöntemi kullanılmıştır. Devam eden değer hesabında 11,0x FD/FAVÖK çarpanı kullanılmış olup, 2032 yılında yaratılacağı tahmin edilen FAVÖK tutarı ile bu çarpan çarpılarak 2032 sonrası döneme ait devam eden değer hesaplanmıştır. Söz konusu devam eden değer 2032 yılında indirgeme faktörü kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Bu doğrultuda, Şirket için Projeksiyon Dönemi (2023-2032) indirgenmiş nakit akımlarının toplamı ile devam eden değer bugünkü değeri toplamından oluşan toplam Firma Değeri 10.186.275.263 TL olarak tahmin edilmektedir. Söz konusu Firma Değeri'nden 31.03.2023 itibarıyla 1.449.124.581 TL olan net borç pozisyonu düşülürken, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen yatırım olan Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın 24.07.2023 tarihinde Akdeniz İnşaat'a satış bedeli olan 575.000.000 TL eklenmiştir (söz konusu hisse satışına ilişkin tahsilat halka arz gelirinin hesaba geçmesinden 7 iş günü sonra gerçekleşecektir). Böylece İNA modeli kapsamında Şirket özsermaye değeri 9.312.150.682 TL olarak hesaplanmaktadır.

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Satış gelirleri (net)	862.845.273	1.673.783.140	2.447.349.279	2.300.929.946	2.557.194.612
<i>Büyüme</i>	%12,6	%94,0	%46,2	-%6,0	%11,1
FVÖK	425.547.276	1.035.823.380	1.613.629.667	1.461.073.475	1.638.764.954
<i>Operasyonel Kâr Marjı</i>	%49,3	%61,9	%65,9	%63,5	%64,1
Efektif Vergi	-106.386.819	-207.164.676	-322.725.933	-292.214.695	-327.752.991
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	319.160.457	828.658.704	1.290.903.734	1.168.858.780	1.311.011.963
+ Amortisman	177.276.144	177.407.254	177.598.957	177.779.192	177.979.500
FAVÖK	602.823.420	1.213.230.634	1.791.228.625	1.638.852.667	1.816.744.454
<i>FAVÖK Marjı</i>	%69,9	%72,5	%73,2	%71,2	%71,0
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%1018,5	%1,6	%2,3	%2,2	%2,4
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	19.515.322	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları	-1.805.498.358	-2.830.228	-4.138.265	-3.890.682	-4.324.004
<i>Satışlara oranı</i>	%209,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	-1.328.577.079	1.003.235.729	1.464.364.427	1.342.747.291	1.484.667.459
İskonto Faktörü	0,92	0,76	0,63	0,53	0,44
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	-1.225.842.328	761.396.849	922.276.727	707.463.708	659.203.981

Kaynak: Vakıf Yatırım

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI - TL	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Satış gelirleri (net)	2.782.400.849	3.027.484.791	3.294.204.517	3.873.256.606	4.214.585.128
Büyüme	%8,8	%8,8	%8,8	%17,6	%8,8
FVÖK	1.793.442.690	1.961.198.203	2.143.123.276	2.571.402.657	2.805.623.160
Operasyonel Kâr Marjı	%64,5	%64,8	%65,1	%66,4	%66,6
Efektif Vergi	-358.688.538	-392.239.641	-428.624.655	-514.280.531	-561.124.632
Vergi Sonrası Net Operasyonel Kâr/Zarar	1.434.754.152	1.568.958.563	1.714.498.621	2.057.122.125	2.244.498.528
+ Amortisman	178.197.449	178.434.596	178.692.635	178.996.032	179.326.166
FAVÖK	1.971.640.139	2.139.632.799	2.321.815.911	2.750.398.689	2.984.949.325
FAVÖK Marjı	%70,9	%70,7	%70,5	%71,0	%70,8
Yatırım Harcamaları/Amortisman	%2,6	%2,9	%3,1	%3,7	%4,0
+/- Çalışma Sermayesindeki Değişim	0	0	0	0	0
Yatırım Harcamaları	-4.704.809	-5.119.226	-5.570.227	-6.549.356	-7.126.514
Satışlara oranı	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2	%0,2
Firmaya Yönelik Serbest Nakit Akımları	1.608.246.792	1.742.273.933	1.887.621.029	2.229.568.802	2.416.698.179
İskonto Faktörü	0,37	0,31	0,26	0,21	0,18
İskonto Edilmiş Nakit Akımları	595.614.775	535.557.430	482.906.600	474.709.515	430.054.698

İNA Analizi Sonucu	TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	4.343.341.954
Devam Eden Değer/Çıkış Değeri	5.842.933.309
2032 Yılı Tahmini FAVÖK	2.984.949.325
FD/FAVÖK çarpanı	11,0x
Firma Değeri Toplamı	10.186.275.263
Net Borç (31.03.2023 sonu itibarıyla)	1.449.124.581
Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42'lik payın satış geliri*	575.000.000
Özsermaye Değeri	9.312.150.682

5.1.3. Çarpan Analizi

- **Firma Değeri/Net Satışlar (FD/Satış):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcun ($\text{Net Borç} = \text{Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler} + \text{Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler} - \text{Hazır Değerler} [\text{Nakit ve Nakit Benzerleri} + \text{Finansal Yatırımlar}]$) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık net satışlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net borcunun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri'nin, ilgili tarih itibarıyla son 12 aylık Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kârına (FAVÖK) bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan toplam özkaynaklarına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.
- **Fiyat/Kazanç (F/K):** İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına bölünmesi suretiyle hesaplanmaktadır.

Benzer Şirketler - Yurt İçi

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.	IBSE:AHGAZ	Türkiye	Şirket, bağlı ortaklığı Enerya Enerji A.Ş. aracılığı ile Denizli, Aydın, Antalya, Erzincan, Konya, Ereğli, Niğde, Nevşehir, Karaman, Aksaray olmak üzere toplam 10 bölgede faaliyet gösteren 9 doğal gaz dağıtım şirketinin hakim ortağı konumundadır.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	IBSE:AKENR	Türkiye	Akenerji'nin fiili faaliyet konusu elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışından oluşmaktadır.
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	IBSE:AKSEN	Türkiye	Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı faaliyetlerinde bulunmak üzere kurulmuştur.
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	IBSE:AKSUE	Türkiye	Şirket'in ana faaliyet konusu Türkiye Elektrik Kurumu'na ait olup işletilmek üzere kendine verilen elektrik üretimi ve dağıtım tesislerini işletmektir.
Alfa Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.	IBSE:ALFAS	Türkiye	Alfa Solar'ın esas faaliyetleri; GES panel üretimi, yenilenebilir enerji kaynaklarından veya diğerlerinden elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satılmasıdır.
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	IBSE:AYDEM	Türkiye	Aydem Yenilenebilir, yerli ve yenilenebilir kaynaklardan elektrik üretmek amacıyla kurulmuştur. İlk hidroelektrik santralini ("HES") Bereket Çayı üzerinde kuran firma, Türkiye'nin farklı noktalarında rüzgâr ("RES"), güneş ("GES") ve jeotermal ("JES") kaynaklardan yararlanarak elektrik üretmeye devam etmektedir.
Ayen Enerji A.Ş.	IBSE:AYEN	Türkiye	Ayen Enerji'nin fiili faaliyet konusu elektrik üretimi ve ticaretinin yapılmasıdır.
Biotrend Çevre ve Enerji Yat. A.Ş.	IBSE:BIOEN	Türkiye	Biotrend'in ana faaliyet konusu biyokütle kaynaklarından; fermantasyon, gazlaştırma, yakma teknolojilerini kullanarak enerji üretimi yapılması ve katı atık depolama alanlarının işletimi, bu alanlarda mekanik ayırma tesisi, ATY(atıktan türetilmiş yakıt) hazırlama tesisi, sızıntı suyu arıtma tesisi, biyolojik işlem(kompost,biyometanizasyon) tesisi, LFG (Landfill Gas) Enerji üretim santrallerinin kurulum ve işletimi işlerini gerçekleştirmekle birlikte bu alanlarda mühendislik, taahhüt ve danışmanlık hizmetleri de sunmaktır.
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.	IBSE:CONSE	Türkiye	Şirket, doğal gaz, termik, güneş, rüzgar, hidro, jeotermal ve diğer her türlü enerji

Benzer Şirketler - Yurt Dışı

Şirket Adı	Şirket Kodu	Ülke	Özet İş Tanımı
AES Brasil Energia S.A.	BOVESPA:AESB3	Brezilya	İştirakleriyle birlikte şirket Brezilya'da yenilenebilir enerji üretim işiyle ilgilenmektedir. Şirket hidroelektrik, rüzgar ve güneşten elektrik üretmektedir.
Alerion Clean Power S.p.A.	BIT:ARN	İtalya	İtalya merkezli şirket rüzgar enerjisinden elektrik üretmektedir.
Audax Renovables, S.A.	BME:ADX	İspanya	Şirket yenilenebilir elektrik ve gaz üretimi ve arzını gerçekleştirmektedir. Şirket öncelikli olarak rüzgar ve güneş enerjisinden elektrik üretmekte olup, 91 MW'lık rüzgar çiftlikleri bulunmaktadır.
Brookfield Renewable Corporation	TSX:BEPC	ABD	Şirket yenilenebilir enerji üretim tesisleri işletmektedir. Şirket toplam kurulu gücü yaklaşık 12.723 MW olan hidroelektrik, rüzgar ve güneş enerji santralleri işletmektedir.
CECEP Wind-power Corporation Co.,Ltd.	SHSE:601016	Çin	Şirket rüzgar enerjisi üretim projeleri geliştirmekte, yatırım yapmakta, yönetmekte, inşa etmekte ve işletmektedir.
China Engene International (Holdings) Limited	SEHK:1185	Hong Kong	Yatırım holding şirketi olan şirket rüzgar çiftlikleri işletmektedir.
China Three Gorges Renewables (Group) Co.,Ltd.	SHSE:600905	Çin	Yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet gösteren şirket rüzgar, güneş ve hidro kaynaklı elektrik üretimi gerçekleştirmektedir.
clearvise AG	XTRA:ABO	Almanya	Avrupa'da yenilenebilir enerjiden elektrik üretmekte olan şirketin 30.04.2022 itibarıyla toplam kurulu gücü yaklaşık 303 MW olan rüzgar, güneş parkları ve biogazdan oluşan operasyonel portföyü bulunmaktadır.
Cloudberry Clean Energy ASA	OB:CLOUD	Norveç	Yenilenebilir enerji şirketi olarak faaliyet gösteren şirket hidroelektrik santralleri ve rüzgar çiftlikleri geliştirmesi ve işletmesini gerçekleştirmektedir.
Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.	BME:ANE	İspanya	Şirket yenilenebilir enerji projeleri geliştirmekte ve işletmektedir. 31 Mart 2021 itibarıyla şirket toplam kurulu gücü 11 GW büyüklükte olan onshore rüzgar, güneş fotovoltaik, hidrolik, biokütle ve güneş termal projeleri yürütmektedir.
EDP Renováveis, S.A.	ENXTLS:EDPR	İspanya	Yenilenebilir enerji şirketi olarak elektrik enerjisi üretim tesisleri planlaması, inşası, işletmesi alanlarında faaliyet gösteren şirket rüzgar ve güneş çiftlikleri işletmektedir.
Grenergy Renovables, S.A.	BME:GRE	İspanya	İştirakleriyle birlikte şirket enerji üreticisi olarak faaliyet göstermekte olup, fotovoltaik ve rüzgar enerji projeleri dizayn etmekte, geliştirmekte ve işletmektedir.
Innergex Renewable Energy Inc.	TSX:INE	Kanada	Yenilenebilir enerji üreticisi olarak faaliyet gösteren şirket hidroelektrik enerji üretimi, rüzgar enerji üretimi ve

			güneş enerji üretimi segmentlerinde iş yapmaktadır.
Neoen S.A.	ENXTPA:NEOEN	Fransa	Yenilenebilir enerji üretim şirketi olan şirket yenilenebilir enerji santrallerini dizayn etmekte, geliştirmekte ve işletmektedir. Şirket güneş, rüzgar ve enerji depolama santralleri işletmektedir.
Ningxia Jiaze Renewables Corporation Limited	SHSE:601619	Çin	Enerji projelerinin yatırım, inşası, geliştirmesi, işletmesi ve yönetimini gerçekleştiren şirket, rüzgar enerjisi, fotovoltaik, güneş enerjisi projeleri işletmektedir.
Nova Empire Public Company Limited	SET:NOVA	Tayland	İştirakleriyle birlikte şirket Tayland'da güneş enerjisi, rüzgar enerjisi ve diğer yenilenebilir enerji üretimi, toptan satışı ve perakende satışını gerçekleştirmektedir.
Omega Energia S.A.	BOVESPA:MEGA3	Brezilya	Yenilenebilir enerji üretimi ve satışı gerçekleştiren şirket rüzgar, su ve güneşten elektrik üretmektedir.
Opdenenergy Holding, S.A.	BME:OPDE	İspanya	Şirket yenilenebilir enerji üreticisi olup güneş fotovoltaik ve onshore rüzgar enerji üretimine odaklanmıştır.
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	ATSE:TENERGY	Yunanistan	Yenilenebilir enerji kaynakları alanında faaliyet gösteren şirketin 832,8 MW'lık kurulu güçte rüzgar, 17,8 MW'lık hidro, 8,5 MW'lık güneş ve 2,6 MW'lık biogaz santrallerinden oluşan portföyü bulunmaktadır.
Tion Renewables AG	XTRA:TION	Almanya	Şirket iştirakleriyle birlikte yenilenebilir kaynaklardan enerji üretimi gerçekleştirmektedir. Şirket Euro Bölgesi üyesi dört bölgede güneş ve rüzgar parklarından oluşan portföyü işletmektedir.
TransAlta Renewables Inc.	TSX:RNW	Kanada	Şirket yenilenebilir enerji üretim tesislerini geliştirmekte ve işletmektedir. 24.02.2022 itibarıyla 26 adet rüzgar enerji santrali, 13 adet hidroelektrik enerjisi tesisi, 8 adet doğal gaz üretim tesisi, 2 adet güneş enerji santrali, 1 adet doğal gaz boru hattı işletmektedir.
Tunghsu Azure Renewable Energy Co.,Ltd.	SZSE:000040	Çin	Şirket güneş fotovoltaik ve rüzgar enerji santralleri işletmekte, akıllı enerji hizmetleri sağlamaktadır.
Voltaia SA	ENXTPA:VLTSA	Fransa	Yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi gerçekleştiren şirket enerji satışı ve hizmetleri olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Şirket rüzgar, güneş, hidro ve biokütle enerji santralleri geliştirmekte, inşa etmekte ve işletmektedir.
Zhongmin Energy Co., Ltd.	SHSE:600163	Çin	Şirket rüzgar, güneş ve biokütle enerjisinden elektrik üretmektedir.

5.1.4. Çarpan Analizi Sonucu

Çarpan Analizi kapsamında yurt dışında yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretimi yapan şirketler dikkate alınmıştır. Yurt içinde ise bu alanda faaliyet gösteren şirket sayısının sınırlı olması nedeniyle BIST Elektrik Endeksi (XELKT) şirketleri incelenmiş, söz konusu şirketler içerisinde faaliyet konuları arasında enerji üretimi olan şirketler hesaplamaaya dahil edilmiş, enerji üretimi alanında faaliyet gösteremeyen şirketler hesaplamaaya dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK (Son 12 Aylık) çarpanı itibarıyla 5x'in altı ve 20x'nin üstü uç değerler olarak kabul edilmiş ve hesaplamaaya dahil edilmemiştir.

Şirket Adı	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)
Ahlatıcı Doğal Gaz Dağıtım Enerji ve Yatırım A.Ş.	29,9x
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	8,1x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	8,2x
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	77,9x
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	50,9x
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	8,3x
Ayen Enerji A.Ş.	6,3x
Biotrend Çevre ve Enerji Yat. A.Ş.	22,5x
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.	23,0x
Çan2 Termik A.Ş.	10,8x
Doğu Aras Enerji Yat. A.Ş.	9,3x
Enerjisa Enerji A.Ş.	6,6x
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	19,8x
Galata Wind Enerji A.Ş.	11,8x
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	26,3x
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	13,7x
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	65,2x
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	27,0x
Naturelgaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	3,3x
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	6,3x
Pamukova Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	74,6x
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	102,4x
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	7,7x
Yurt İçi (Ortalama)	9,7x

Not: Söz konusu çarpan değerleri 31.07.2023 tarihi itibarıyla olup, FAVÖK verileri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.

Kaynak: Capital IQ

Şirket Adı	FD/FAVÖK (Son 12 aylık)
AES Brasil Energia S.A.	12,6x
Alerion Clean Power S.p.A.	9,0x
Audax Renovables, S.A.	16,2x
Brookfield Renewable Corporation	13,5x
CECEP Wind-power Corporation Co.,Ltd.	9,2x
China Engene International (Holdings) Limited	71,0x
China Three Gorges Renewables (Group) Co.,Ltd.	13,7x
clearvise AG	6,2x
Cloudberry Clean Energy ASA	15,8x
Corporación Acciona Energías Renovables, S.A.	8,8x
EDP Renováveis, S.A.	16,0x
Greenergy Renovables, S.A.	36,2x
Innergex Renewable Energy Inc.	15,4x
Neoen S.A.	18,0x
Ningxia Jiaze Renewables Corporation Limited	11,7x
Nova Empire Public Company Limited	5,7x
Omega Energia S.A.	14,3x
Opdenergy Holding, S.A.	14,0x
Terna Energy Societe Anonyme Commercial Technical Company	26,0x
Tion Renewables AG	13,7x
TransAlta Renewables Inc.	16,6x
Tunghsu Azure Renewable Energy Co.,Ltd.	21,7x
Voltaia SA	23,3x
Zhongmin Energy Co., Ltd.	8,7x
Yurt Dışı (Ortalama)	12,6x

Not: Söz konusu çarpan değerleri 31.07.2023 tarihi itibarıyla olup, FAVÖK verileri Capital IQ'dan alınan düzeltilmemiş verilerdir.

Kaynak: Capital IQ

FD/FAVÖK Çarpanına Göre Değerleme	FD/FAVÖK (Son 12 Aylık)	Ağırlık
Yurt içi	9,7x	50%
Yurt dışı	12,6x	50%
Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK	11,2x	
FAVÖK (Son 12 Aylık) - TL	486.547.077	
Firma Değeri - TL	5.428.666.094	
Net borç (31.03.2023 itibarıyla) - TL	1.449.124.581	
Uludağ Tur-Uludağ Turizm ve Tic. A.Ş.'deki %30,42"lik payın satış geliri*	575.000.000	
Özsermaye Değeri - TL	4.554.541.513	
*Hisse satışı 24.07.2023 tarihinde Akdeniz İnşaat'a gerçekleşmiş olup, tahsilat halka arz gelirinin hesaba geçmesinden 7 iş günü sonra gerçekleşecektir.		

6. Ekler

6.1. EK - 1 - Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMayE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

31.07.2023

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 31.07.2023 tarihli Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,
Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akat 103. Etiler/Beşiktaş/İstanbul
Etiler/Beşiktaş/İstanbul 34335
Tic. Sic. No: 272357 - Mersis No: 082200835900017
www.vakifyatirim.com.tr
Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Mersis No: 082200835900017

Mehtap İLBİ
Direktör

6.2. EK - 2 - Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞI'NA
Eskişehir Yolu 8. Km No:156
06530 Ankara

31.07.2023

Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

Şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 31.07.2023 tarihli değerleme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Geniş Yetkili Aracı Kurum olarak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip, tam zamanlı olarak istihdam edilen çalışana,
- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerleme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edildiğini ve bu bilgilerin elde edilmesi için ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlamış olduğu (III-62.1) sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uygun olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Vakıf Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Barış İNAL
Genel Müdür

VAKIF YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Akademi Mah. Vakıf Yatırım Gid. Park M. Kat: 5
P.21A Blok No: 34335 Etiler/Beşiktaş/İSTANBUL
Tel: 0(212) 352 08 20 Fax: 0(212) 352 08 20
www.vakifyatirim.com.tr
İstanbul Ticaret Sicil No: 357228
Boğaziçi Kurumlar V.D. 922 008 8359
Menkul No: 6-9220-0583-5900017

Mehtap İLBİ
Direktör

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=3D971CCC-720B-4093-8B45-70EEF5AA5231>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kurulusudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL Sistemleri Pazarlama	19.06.2015	209086	AKTİF LİSANS

MEHTAP İLBİ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=C62EAECD-12FD-4BDD-A271-BB6892D0E7E4>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
 SPL	19.06.2015	305418	AKTİF LİSANS

MEHTAP İLBİ, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Esra SARI

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=4E067630-B165-4A75-911F-DAEEB5DC154B>

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının kurumsal bir marka olma yolunda Projeç duyduğu nitelikli kişilerin yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ 	DÜZENLENDİĞİ TARİH 26.05.2023	BELGE NUMARASI 211522	LİSANS DURUMU AKTİF LİSANS
---	---	---------------------------------	---

ESRA SARI, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Kuruluş Hakkında Bilgi

Bu belgeyle sahip olan kişi, Sermaye Piyasası Düzey 3 Lisansı turnuwa ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen maddeli yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=22B49FF0-4E2A-4DF5-B099-842288844D43>

SERMAVE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının kurumsal bir marka olma yolunda Projeç duyduğu nitelikli kişilerin yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ 	DÜZENLENDİĞİ TARİH 26.05.2023	BELGE NUMARASI 831745	LİSANS DURUMU AKTİF LİSANS
---	---	---------------------------------	---

ESRA SARI, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Kuruluş Hakkında Bilgi

Bu belgeyle sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı turnuwa ait 5 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık kuruluşlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen maddeli yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösteren belge olan Türev Araçlar Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin [Tıklayınız](#)

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/17FB045A-C0EB-4002-9DE0-F6E0F18948F5>

⁵² L. Türkiye'de sermaye piyasalarının kurumsal bir yapıya kavuşma yolunda 1973'ten başlayarak, özellikle 1980'li yılların ortalarına kadar sağlanan istatimsal ve yapısal gelişmeler.

Türev Araçlar Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/5963633D-5D5B-436D-A0E2-62C0C97CAA99>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

57). Türkiye'de sosyal medya kullanıcılarının çevresel bir markanın yada ürünün etki oluşturma potansiyeli ile ilgili görüşüne katılıp katılmadığına ilişkin olarak, katılıp katılmadığını belirttikleri görülmüştür.

Kredi Derecelendirme Lisansı Yeterlilik Linki:

<https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/35DFF5A2-51FF-4594-8F09-E6009E9EA2A7>

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUSU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarında en büyük kurumdur. Menkuller piyasasındaki faaliyetlerine ve sermaye piyasasına katkı sağladığı için uluslararası ve yerli yetkililer tarafından takdir edilmiştir.

 KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH 19.12.2023	BELGE NUMARASI 192/2023	LİSANS DURUMU AKTİF LİSANS
---	--	--	--