



**İZDEMİR
ENERJİ**

İZDEMİR ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU

15 Temmuz 2023



Garanti BBVA

Yatırım

**GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.**
Nispetiye Çiftliği Tophaneleri Bulvarı
No:20 Çiftlik Tophaneleri 1 Kat E-5
34340 Beşiktaş/İSTANBUL
Tel:0212 383 10 10

İÇİNDEKİLER

1. KISALTMALAR	3
2. GİRİŞ	5
3. İŞİN KAPSAMI	6
4. HALKA ARZ GEREKÇESİ	9
5. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİ	10
6. SEKTÖR HAKKINDA GENEL BİLGİ	17
7. ŞİRKET'İN FİNANSAL BİLGİLERİ	26
8. DEĞERLEME	29
9. İZDEMİR ENERJİ DEĞERLEMESİ SONUCU	57

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
A.Ş.	Anonim Şirket
ABD Doları, Amerikan Doları, USD, \$	Amerika Birleşik Devletleri Doları
Ar-Ge	Araştırma, Geliştirme ve Tasarım
Avrupa Birliği	Avrupa kıtasında bulunan siyasi ve ekonomik örgütlenme
Bağımsız Denetim Raporu	HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan 1 Ocak - 31 Aralık 2020, 1 Ocak - 31 Aralık 2021, 1 Ocak - 31 Aralık 2022 ve 1 Ocak - 31 Mart 2023 hesap dönemlerine ait konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetçi raporu
Borsa İstanbul veya BIST	Borsa İstanbul A.Ş.
CapitalIQ	S&P platformu veri tabanı
HSY Bağımsız Denetim	HSY Danışmanlık ve Bağımsız Denetim Anonim Şirketi
Elektrik Piyasası Kanunu	6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği	02.11.2013 tarihli ve 28809 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği
EPDK	Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPIAŞ	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EPKn	30.03.2013 tarihli ve 28603 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6446 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu
EUR veya Avro	Avrupa Birliği’nin resmi para birimi
EÜAŞ	EÜAŞ
FAVÖK	Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr
FK	Esas faaliyet karı
FVÖK	Faiz ve Vergi Öncesi Kâr
Garanti Bankası	Türkiye Garanti Bankası A.Ş.
Garanti BBVA Yatırım	Garanti BBVA Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
GES	Güneş enerjisi santrali
GSYH	Gayrisafi Yurtiçi Hasıla
GW	Gigawatt
GWh	Gigawatt Saat
İD , İşletme Değeri	Tanımı UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 20.3.a.’da verilen bir işletmedeki toplam özsermaye değerine borç ve borç benzeri yükümlülüklerin değerinin eklenmesi ile bulunan değerden, bu yükümlülükleri karşılamak için bulundurulmuş tüm nakit veya nakit benzerlerinin çıkarılması ile elde edilen değerdir
İzdemir Enerji, Şirket, İhraççı	İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.
İzmir Demir Çelik	İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.
KAP	Kamuyu Aydınlatma Platformu
Kurul	Sermaye Piyasası Kurulu
kV	Kilo volt

KISALTMALAR	TANIMLAR
kWh / kW's	Kilowatt saat
LTM, S12A	Son 12 ay
Mn	Milyon
Modus Enerji	Modus Enerji Yatırım ve Danışmanlık
MW	Megawatt
MWe	Megawatt elektrik
MWh / MW's	Megawatt saat
MWm	Megawatt mekanik
MWp	Megawatt tepe (<i>peak</i>)
OECD	Ekonomik Kalkınma ve İşbirliği Örgütü (<i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i>)
PTF	Piyasa takas fiyatı
TEDAŞ	Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.
TEİAŞ	Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TETAŞ	Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş.
TFRS	Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	Türk Lirası
TTK	14.02.2011 tarihli ve 27846 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu
TÜFE	Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	Türkiye İstatistik Kurumu
TWh / TW's	Terawatt saat
UDS	Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017
UFRS	Uluslararası Finansal Raporlama Standartları
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YEK	Yenilenebilir enerji kaynakları
YEKA	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Alanları
YEKDEM	Yenilenebilir enerji kaynakları destekleme mekanizması
YEKDEM Yönetmeliği	01.10.2013 tarihli ve 28782 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Belgelendirilmesi ve Desteklenmesine İlişkin Yönetmelik
Yenilenebilir Enerji Kanunu	18.05.2005 tarihli ve 25819 sayılı Resmî Gazete'de yayımlanan 5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun
YİD	Yap-İşlet-Devret

Giriş

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 1. fıkrası uyarınca halka arz edilecek payların satış fiyatının borsa fiyatından farklı veya nominal değerinden yüksek olması durumunda, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşça fiyat tespit raporu hazırlanması gerekmektedir.

Sermaye piyasası mevzuatına tabi ortaklıkların, sermaye piyasası kurumlarının ve ihraççıların, sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapacakları değerlendirme faaliyetlerinde kullanılacak değerlendirme standartlarına ilişkin esasları düzenleyen Sermaye Piyasası Kurulu'nun III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliği'nin 3. Maddesi'nin 1. fıkrası uyarınca sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartlarına uyulması zorunludur.

Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği'nin 23 Haziran 2017 tarih ve 38 sayılı Genelgesi ile Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi (IVSC) tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017 çalışmasının Kurul'un 22.06.2017 tarih ve 25/856 sayılı kararı ile uygun görüldüğü duyurulmuştur.

Bu kapsamda, işbu Fiyat Tespit Raporu İzdemir Enerji'nin halka arz edilecek paylarının satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak Garanti BBVA Yatırım tarafından Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye uyumlu şekilde, İzdemir Enerji ile Garanti BBVA Yatırım arasında 05.12.2022 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi kapsamında, rapor tarihi itibarıyla edinilen bilgi ve veriler çerçevesinde, bilinen ve genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılarak hazırlanmıştır.

İşin Kapsamı

Fiyat Tespit Raporunu hazırlayan:

İşbu Fiyat Tespit Raporu 22.01.2016 tarih ve G-034 (160) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinin her ikisinde de bulunma izni bulunan Garanti BBVA Yatırım tarafından hazırlanmıştır.

Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan bir aracı kurum olan Garanti BBVA Yatırım, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11/04/2019 tarih ve 21/500 sayılı kararında istenen şartlara haiz olarak gayrimenkuller dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıkladığı üzere 'Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde de yer almaktadır.

Fiyat Tespit Raporu'nu hazırlayan Garanti BBVA Yatırım değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İZdemir Enerji ile 5 Aralık 2022 tarihinde imzalanan "Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi" dışında Garanti BBVA Yatırım'ın değerlendirme konusu Şirket ile önemli bir ilişkisi veya bağlantısı bulunmamaktadır.

İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 7 yılın üzerinde danışmanlık ve kurumsal finansman tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı (Belge No: 922148) sahibi Garanti BBVA Yatırım Kurumsal Finansman Yöneticisi Taylan Özgür Toprak tarafından yönetilmiştir.

Ekip lideri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir, ek olarak tarafsız ve önyargısız bir değerlendirme yapabilmesini sınırlayabilecek herhangi bir etmen bulunmamaktadır.

Bu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Üyelerinin; birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kurallarını ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Bu kapsamda aşağıda sıralanan ilkelere uyulmuştur;

- Yapılan değerlendirme çalışmasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek biçimde yürütülmüştür. Değerleme kapsamında kurulan ilişkilerde ve gerçekleştirilen çalışmalarda doğru beyana dayalı, meslek kurallarına uygun, zamanında ve eksiksiz hareket edilerek güveni zedeleyici hareketlerden özenle kaçınılmıştır.
- Değerleme çalışmaları yürütülürken bağımsız ve tarafsız olunmuştur. Bağımsızlığa ve tarafsızlığa gölge düşürebilecek teklif veya taleplerde bulunulmamıştır ve bu yöndeki teklif veya talepler kabul edilmemiştir.
- Değerleme görevinin planlanması, yürütülüp sonuçlandırılması ve değerlendirme raporunun hazırlanması safhalarında gerekli mesleki özen ve titizlik gösterilmiştir.
- Değerleme kapsamında sahip olunan maddi, teknolojik ve beşeri kaynaklar etkin ve verimli şekilde kullanılmıştır.

- Değerleme çalışması yürütülürken mesleki faaliyetler haksız rekabete yol açmayacak şekilde meslek adabı dikkate alınmıştır. Ticari amaçlarla birlikte toplumsal yarar ve çevreye saygı da gözetilmiştir.

Müşteri ve diğer tüm kullanıcılar:

Bu rapor Garanti BBVA Yatırım ve İzdemir Enerji arasından 05.12.2022 tarihinde imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Yetki Sözleşmesi kapsamında hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin hükümleri uyarınca kamuya açıklanacaktır ancak bu raporun muhatabı İzdemir Enerji olarak kalacaktır.

Değerlemesi yapılacak varlık:

Yapılan değerlendirme kapsamında İzdemir Enerji paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme para birimi:

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak ABD Doları kullanılmıştır.

Değerlemenin amacı:

Bu rapor, halka arz edilecek İzdemir Enerji paylarının satış fiyatının payların nominal değerinden yüksek olmasından dolayı, söz konusu satış fiyatı ve bu fiyatın hesaplanmasında kullanılan yöntemlere ilişkin olarak görüş bildirmek dışında hiçbir amaca hizmet etmemektedir.

Kullanılan değer esası:

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri ile dikkate alınmıştır. Değerleme yaklaşımları olarak ise Pazar Yaklaşımı ve Gelir Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Değerleme tarihi:

Değerleme tarihi aynı zamanda rapor tarihi de olan 15 Temmuz 2023'tür.

Değerlemeyi gerçekleştirenin işinin niteliği ve kapsamı ile konuya ilişkin kısıtlamalar:

Yapılan değerlendirme çalışması kapsamında Garanti BBVA Yatırım tarafından genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışması yapılmamıştır.

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.

Tarafımızca İzdemir Enerji ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespiti de yapılmamıştır. Dolayısıyla Garanti BBVA Yatırım, değerlendirme çalışması kapsamında, Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Muhataplarca değerlendirme yapılırken, raporda ifade edilen değer, hukuki ve vergi durum tespitleri haricinde belirlendiği göz ardı edilmemelidir.

Garanti BBVA Yatırım değerlendirme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu, özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul

ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşmamıştır; bununla birlikte Garanti BBVA Yatırım elde edilmiş bilgi ve belgelerin doğru olduğunu taahhüt edememektedir.

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 Garanti BBVA Yatırım ve çalışanları hiçbir şekilde sorumlu olmayacaktır.

Değerlemeyi gerçekleştirenin dayanak olarak kullandığı bilgilerin nitelikleri ve kaynakları:

Raporda kullanılan veriler değerlendirme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen Şirket yönetiminin sağladığı bilgilere, HSY Bağımsız Denetim tarafından TMS/TFRS kapsamında denetimden geçirilmiş 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihli finansal tablolara, CapitalIQ, Bloomberg ve Rasyonet veri tabanlarına, Modus Enerji tarafından sağlanan 2023 ile 2045 yılları arası Türkiye elektrik fiyat beklentilerine ve kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgilere ve bulgulara dayanmaktadır.

Garanti BBVA Yatırım olarak, fiyat tespit raporunda yer alan bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan etmekle birlikte, tarafımızla paylaşılan bilgilerin doğru olmadıklarının ortaya çıkması halinde Garanti BBVA Yatırım ve çalışanlarınca herhangi bir sorumluluk kabul edilmeyecektir.

Önemli ve/veya anlamlı varsayımlar ve/veya özel varsayımlar:

Değerleme kapsamında Pazar Yaklaşımını temsilen Benzer Şirketler Değerleme Çarpanı Yöntemi, Gelir Yaklaşımını temsilen ise İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılmıştır. Belirtilen yöntemler özelinde yapılan varsayımlar raporun ilerleyen bölümlerinde verilmiştir.

Raporda şirketlerin ve varlıkların hiçbir hukuki sorumluluk taşımadığı varsayılmıştır. Bu kapsamda değerlendirme çalışması her türlü ipotek, rehin sözleşmesi, icra davası gibi yükümlülüklerden bağımsız ve tümüyle pazarlanabilir sahiplik payları temel alınarak gerçekleştirilmiştir.

Hazırlanan raporun türü:

Fiziki olarak hazırlanan bu rapor İzdemir Enerji paylarının halka arzından önce dijital olarak KAP'da yayımlanacaktır.

Kullanım, dağıtım veya yayımlanma kısıtlamaları:

İşbu rapor, muhatabı olan İzdemir Enerji'nin dahili kullanımı ve halka arz işlemiyle ilgili olabilecek kamu kurumlarının kullanımı ile sınırlıdır. VII-128.1 sayılı Pay Tebliği hükümleri gereğince KAP'da yayımlanacak olan bu rapor Garanti BBVA Yatırım'ın yazılı izni olmadan, kısmen veya tamamen yayımlanamaz, çoğaltılamaz veya dağıtılamaz.

Değerlemenin Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak yapıldığının teyit edilmesi:

İşbu rapor kapsamında yapılan değerlendirme çalışmaları İzdemir Enerji paylarının halka arzı kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları Konseyi tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları 2017'ye (<https://www.tspb.org.tr/wp-content/uploads/2015/06/EK-UDS.pdf>) mevzuatın izin verdiği ölçüde uyumlu olarak hazırlanmıştır.

Halka Arz Gerekçesi

Şirket paylarının halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirmesi hedeflenmektedir.

Şirket'in mevcut pay sahiplerinden İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.'nin sahip olduğu 40.100.000 TL nominal değerli 40.100.000 adet payın halka arz kapsamında satılması sonucunda Şirket herhangi bir gelir elde etmeyecektir. Ayrıca, toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması ve gerekli görülmesi halinde mevcut ortaklardan İzmir Demir Çelik Sanayi Anonim Şirketi'nin sahip olduğu 23.020.000 TL nominal değerli 23.020.000 adet payın, anılan ortağın nihai kararına tabi olmak üzere dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesi planlanmaktadır. Şirket, ek satışın gerçekleşmesi halinde herhangi bir gelir elde etmeyecektir.

Şirket, sermaye artışı kapsamında ihraç edeceği 75.000.000 TL nominal değerli 75.000.000 adet yeni payın ihracı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini ağırlıklı olarak GES (Güneş enerjisi elektrik santrali) kurulması ve işletme sermayesinin finansmanı için kullanmayı planlamaktadır.

Toplamda 115.100.000 TL nominal değerli 115.100.000 adet payın (ek satış hariç) halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır. Bu durumda halka arz büyüklüğü 115.100.000 TL nominal değerli 115.100.000 adet payın halka arz fiyatıyla çarpılması sonucunda bulunacak tutara tekabül edecektir. Ek satışın gerçekleşmesi halinde toplamda 138.120.000 nominal değerli 138.120.000 adet payın halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır. Ek satışın gerçekleşmesi durumunda halka arz büyüklüğü 138.120.000 TL nominal değerli 138.120.000 adet payın halka arz fiyatıyla çarpılması sonucunda bulunacak tutara tekabül edecektir.

Halka arz gelirinin, makul bir ekonomik veya finansal gerekçeye dayanmak koşuluyla verilen aralıklar içerisinde kalınmasına özen gösterilerek, aşağıda yer aldığı şekilde %75-80'inin GES kurulması amacıyla, %20-25'inin işletme sermayesinin finansmanı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

Şirket Hakkında Genel Bilgi

Ortaklık Yapısı

İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. tarafından kontrol edilen Şirket'in doğrudan ve dolaylı ortaklık yapıları aşağıda verilmektedir.

Şekil 1 Doğrudan ve Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)*	Sermaye Payı (%)
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	427.186.526,00	85,44
Şahin Koç Çelik Sanyı A.Ş.	25.316.000,00	5,06
İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş.	37.264.842,00	7,45
Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	9.852.632,00	1,97
Halil Şahin	380.000,00	0,08
TOPLAM	500.000.000,00	100

Ortağın Ticaret Unvanı/ Adı Soyadı	Sermaye Payı (TL)*	Sermaye Payı (%)
Halil Şahin	53.246.108	10,65
Nuri Şahin	61.259.667	12,25
Ahmet Baştuğ	40.201.584	8,04
Mahmut Nedim Koç	89.604.991	17,92
Selim Şahin	36.903.781	7,38
Serkan Şahin	34.415.297	6,88
Hüseyin Baştuğ	18.432.910	3,69
Selin Şahin	11.379.666	2,28
Başak Şahin	11.379.666	2,28
Özge Baştuğ Ünal	4.551.866	0,91
Diğer (İzmir Demir Çelik'in Halka Açık Kısmı)	138.624.464	27,72
TOPLAM	500.000.000,00	100

Kaynak: Şirket, İzahname

Şekil 2 Tüzel Kişi Ortakların Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. Ortaklık Yapısı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı
Şahin-Koç Çelik Sanayi A.Ş.	871.889.341	%58,13
Halil ŞAHİN	56.394.236	%3,76
Nuri ŞAHİN	44.413.260	%2,96
Mahmut Nedim Koç	45.390.483	%3,03
Ahmet BAŞTUĞ	20.176.415	%1,35
Hüseyin BAŞTUĞ	15.462.500	%1,03

Selim ŞAHİN	7.869.906	%0,52
Diğer	438.403.859	%29,23
TOPLAM	1.500.000.000	%100,00

Şahin Koç Çelik Sanayi A.Ş. Ortaklık Yapısı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı
Şahin Şirketler Grubu Holding A.Ş.	629.187.089	%75,00
Mahmut Nedim KOÇ	209.728.911	%25,00
TOPLAM	838.916.000	%100,00

Şahin Şirketler Grubu Holding A.Ş. Ortaklık Yapısı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı
Halil ŞAHİN	153.932.879	%15,52
Nuri ŞAHİN	207.458.067	%20,91
Ahmet BAŞTUĞ	148.606.038	%14,98
Selim ŞAHİN	151.214.000	%15,24
Serkan ŞAHİN	151.214.001	%15,24
Hüseyin BAŞTUĞ	59.508.014	%6,00
Selin ŞAHİN	50.000.000	%5,04
Başak ŞAHİN	50.000.000	%5,04
Özge BAŞTUĞ ÜNAL	20.000.000	%2,02
TOPLAM	991.933.000	%100,00

İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş. Ortaklık Yapısı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	22.957.097,50	%99,81
Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	42.897,43	%0,187
Halil ŞAHİN	1,69	%0,00001
Nuri ŞAHİN	1,69	%0,00001
Ahmet BAŞTUĞ	1,69	%0,00001
TOPLAM	23.000.000	%100,00

Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş. Ortaklık Yapısı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Oranı
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	5.400.008,14	%90,00
İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş.	599.986,05	%9,9998
Halil ŞAHİN	1,94	%0,00003
Nuri ŞAHİN	1,94	%0,00003
Ahmet BAŞTUĞ	1,94	%0,00003
TOPLAM	6.000.000	%100,00

Kaynak: Şirket, İzahname

(*) İşbu fiyat tespit raporu tarihi itibarıyla

Faaliyetler Hakkında Genel Bilgiler

Şirketin ana faaliyet konusu, Esas Sözleşme'nin "Amaç ve Konu" başlıklı üçüncü maddesinde yer aldığı üzere temel olarak enerji üretimi ve ticaretidir. İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ithal kömür kullanarak elektrik üretmektedir. Şirketin İzmir/Aliağa'da yer alan 87.072 m²'si kapalı 16.413 m²'si açık olmak üzere toplam 103.485 m² olan 1 adet termik enerji santrali bulunmaktadır. Santral, 1 adet süperkritik çevrimli pulverize yakma kazanı, 1 adet buhar türbini ve jeneratör ile toplam 370 MW kurulu güce sahiptir. Tesiste pulverize kömür yakma teknolojisi uygulanmaktadır, Pulverize sistemler yüksek verimi ve yüksek emre amadeliği sebebiyle tercih edilirler. Bu sistemlerde kömür, değirmenler vasıtasıyla 70 mikron altına öğütülüp kazana püskürtülmek suretiyle yakılmaktadır.

İzmir Aliağa'da 103.485 m² arazi üzerinde bulunan ve ithal kömüre dayalı olarak elektrik üretmekle işigal eden, kurulu gücü 370 MW olan Santral'in inşaatına Aralık 2011 tarihinde başlanmış olup Santral, Nisan 2014 tarihinde üretime başlamıştır.

Aşağıda, Şirket'in üretim lisansına ilişkin bilgiler verilmiştir.

Lisans Sahibi Tüzel Kişi	Tesis Adı	Kaynak Türü	Lisans No	Kurulu Gücü (MWm / MWe)	Lisans Başlangıç Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi
İzdemir Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi	İzdemir Enerji	İthal Kömür	EÜ/2116- 8/1490	375 / 370	04.06.2009	49 yıl	04.06.2058

Üretim

Santral'de temiz kömür yakma teknolojilerinden, pulverize kömür yakma teknolojisi uygulanmaktadır. Ana yakıt olarak ithal kömür, yardımcı yakıt (devreye alma yakıtı) olarak doğalgaz kullanılmaktadır.

Kömür, kapalı stok sahasından kapalı bantlı taşıma sistemi ile değirmenlere iletilmektedir. Değirmenlerde toz haline getirilen kömür, brülörler aracılığıyla pulverize tip kazanda yakılmaktadır. Kazanda gerçekleşen yanma sonucu ortaya çıkan yüksek basınç ve sıcaklıktaki kızgın buhar, buhar türbinine gönderilerek türbin rotorunun döndürülmesini sağlar ve türbin rotoruna bağlı olan jeneratörde elektrik üretilir. Jeneratör terminallerinde üretilen elektrik daha sonra step-up (yükseltici) trafoya aktarılır. Trafolardan şalt sahasında, oradan da 380 kV gerilim seviyesinde ulusal şebekeye aktarılmaktadır.

Kullanılan DeNOx, baca gazı kükürt arıtma teknolojileri ve elektrostatik toz çökeltme filtreleri ile düşük emisyon değerleri elde edilmektedir. Santralin elektrik üretimi sırasında ortaya çıkan ana atıkları olan kül ve alçıtaşı, Almanya'da ve diğer gelişmiş ülkelerde olduğu gibi, çimento, beton ve alçı firmalarında ham madde olarak kullanılmakta ve ekonomik değer olarak geri kazandırılmaktadır.

Şirket'in 2020, 2021, 2022 yılları ve 2023 ilk üç aylık dönem itibarıyla müşterilerinin toplam satışlar içerisindeki payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

No	Müşteri (2023-1.Çeyrek)	Satış (TL)	%	Açıklama
1	Müşteri 1	1.306.726.332	72,80	ELEKTRİK ENERJİSİ
2	Müşteri 2	405.852.710	22,61	ELEKTRİK ENERJİSİ
3	Müşteri 3	36.872.758	2,05	PRİMER FREKANS HİZMET BEDELİ
4	Müşteri 4	26.311.315	1,47	ELEKTRİK ENERJİSİ
5	Müşteri 5	13.630.411	0,76	ELEKTRİK ENERJİSİ
6	Müşteri 6	2.883.335	0,16	YAN ÜRÜN (UÇUCU KÜL/ALÇITAŞI)
7	Müşteri 7	2.436.908	0,14	ELEKTRİK ENERJİSİ
8	Müşteri 8	228.349	0,01	ELEKTRİK ENERJİSİ
9	Müşteri 9	80.128	0,00	YAN ÜRÜN (UÇUCU KÜL/ALÇITAŞI)
10	Müşteri 10	31.286	0,00	YAN ÜRÜN (UÇUCU KÜL/ALÇITAŞI)
11	Diğer Müşteriler	0	0,00	
	TOPLAM	1.795.053.532	100,00	

Şirket'in 2020, 2021, 2022 yılları ve 2023 ilk üç aylık dönem itibarıyla tedarikçilerinin toplam tedarik zinciri içerisindeki payı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

No	Tedarikçi (2020 Yılı)	Alış (TL)	%	Açıklama
1	Tedarikçi 1	85.732.819	15,37	KÖMÜR ALIMİ
2	Tedarikçi 2	65.904.937	11,82	KÖMÜR ALIMİ
3	Tedarikçi 3	63.067.602	11,31	KÖMÜR ALIMİ
4	Tedarikçi 4	50.384.511	9,03	İLETİM HATTI SİSTEM KULLANIM BEDELİ
5	Tedarikçi 5	41.255.734	7,40	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
6	Tedarikçi 6	40.548.195	7,27	GÜMRÜK VERGİSİ, ÇEVRE KATKI PAYI
7	Tedarikçi 7	33.136.869	5,94	KÖMÜR ALIMİ
8	Tedarikçi 8	29.999.485	5,38	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
9	Tedarikçi 9	23.860.451	4,28	KÖMÜR YÜKLEME/BOŞALTMA, TERMİNAL HİZMET, KİRA
10	Tedarikçi 10	18.225.728	3,27	KÖMÜR ALIMİ
11	Diğer Tedarikçiler	105.669.325	18,94	
	TOPLAM	557.785.657	100,00	

No	Tedarikçi (2021 Yılı)	Alış (TL)	%	Açıklama
1	Tedarikçi 1	633.233.127	51,99	KÖMÜR ALIMİ
2	Tedarikçi 2	122.269.442	10,04	KÖMÜR ALIMİ
3	Tedarikçi 3	78.314.321	6,43	KÖMÜR ALIMİ
4	Tedarikçi 4	62.650.567	5,14	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
5	Tedarikçi 5	53.126.458	4,36	İLETİM HATTI SİSTEM KULLANIM BEDELİ
6	Tedarikçi 6	51.809.452	4,25	KÖMÜR ALIMİ

7	Tedarikçi 7	33.668.329	2,76	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
8	Tedarikçi 8	22.073.079	1,81	KÖMÜR ALIMI
9	Tedarikçi 9	18.856.098	1,55	KÖMÜR YÜKLEME/ BOŞALTMA, TERMİNAL HİZMET, KİRA
10	Tedarikçi 10	15.830.418	1,30	FİNANSAL HİZMET, ARDIYE, NAKLİYE, YÖNETİM HİZMET BED.
11	Diğer Tedarikçiler	126.238.879	10,36	
	TOPLAM	1.218.070.170	100,00	

No	Tedarikçi (2022 Yılı)	Alış (TL)	%	Açıklama
1	Tedarikçi 1	3.283.262.725	47,33	KÖMÜR ALIMI
2	Tedarikçi 2	1.247.647.837	17,99	KÖMÜR ALIMI, FİNANSAL HİZMET, ARDIYE, NAKLİYE, YÖNETİM HİZMET BED.
3	Tedarikçi 3	470.307.271	6,78	KÖMÜR ALIMI
4	Tedarikçi 4	337.218.708	4,86	KÖMÜR ALIMI
5	Tedarikçi 5	216.973.362	3,13	KÖMÜR ALIMI
6	Tedarikçi 6	169.619.234	2,45	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
7	Tedarikçi 7	165.547.942	2,39	KÖMÜR ALIMI
8	Tedarikçi 8	159.031.155	2,29	KÖMÜR ALIMI
9	Tedarikçi 9	122.432.408	1,77	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
10	Tedarikçi 10	105.858.638	1,53	KÖMÜR YÜKLEME/ BOŞALTMA, TERMİNAL HİZMET, KİRA
11	Diğer Tedarikçiler	658.419.588	9,49	
	TOPLAM	6.936.318.869	100,00	

No	Tedarikçi (2023-1.Çeyrek)	Alış (TL)	%	Açıklama
1	Tedarikçi 1	502.085.471	29,75	KÖMÜR ALIMI, FİNANSAL HİZMET, ARDIYE, NAKLİYE, YÖNETİM HİZMET BED.
2	Tedarikçi 2	388.079.110	22,99	KÖMÜR ALIMI
3	Tedarikçi 3	353.115.742	20,92	KÖMÜR ALIMI
4	Tedarikçi 4	182.502.838	10,81	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
5	Tedarikçi 5	68.085.764	4,03	ELEKTRİK ENERJİSİ ALIŞI
6	Tedarikçi 6	61.043.896	3,62	İLETİM HATTI SİSTEM KULLANIM BEDELİ
7	Tedarikçi 7	33.622.770	1,99	NAVLUN BEDELİ
8	Tedarikçi 8	19.085.303	1,13	KÖMÜR YÜKLEME/BOŞALTMA, TERMİNAL HİZMET, KİRA

9	Tedarikçi 9	11.702.085	0,69	BAKIM MALZEMESİ BEDELİ
10	Tedarikçi 10	11.207.690	0,66	GÜMRÜK VERGİSİ, ÇEVRE KATKI PAYI
11	Diğer Tedarikçiler	57.239.182	3,39	
	TOPLAM	1.687.769.850	100,00	

Aşağıda 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihlerinde sona eren yıllara ve 2022 ile 2023 ilk üç aylık dönemlere ilişkin üretim miktarları, kapasite kullanım oranı ve personel sayısı verilmektedir.

	2020	2021	2022
Brüt Üretim Miktarı (MWh)	2.541.455	2.423.392	2.714.756
Kapasite Kullanım Oranları (%)	%98,6	%89,9	%93,4
Personel Sayısı (kişi)	231	232	240

	01.01.2022- 31.03.2022	01.01.2023- 31.03.2023
Brüt Üretim Miktarı (MWh)	556.470	727.440
Kapasite Kullanım oranları (%)	%93,4	%94,4
Personel Sayısı (kişi)	231	240

Santral normal şartlarda yılda ortalama 950 bin ile 1 milyon ton arası kömür tüketmektedir. Santral yılın belirli zamanlarında planlı bakıma alınmaktadır. Şirket, bakım esnasında EPIAŞ'tan elektrik satın alarak müşterilerinin ihtiyacını karşılamaya devam etmektedir. Son üç yıla ait özet veriler aşağıda yer almaktadır.

	2020	2021	2022
İç Tüketim (MWh)	174.186	166.026	182.554
Duruş Süresi	59 gün	61 gün	38 gün
Satın Alınan Elektrik Miktarı (MWh)	270.120	244.350	146.254

	01.01.2022- 31.03.2022	01.01.2023- 31.03.2023
İç Tüketim (MWh)	37.253	46.798
Duruş Süresi	23 gün	3 gün
Satın Alınan Elektrik Miktarı (MWh)	73.392	31.651

Kaynak: İzahname, Şirket

Sektör Hakkında Genel Bilgi

Türkiye elektrik tüketimi 2010-2021 yılları arasında yıllık ortalama %4,75 oranında bir büyüme göstermiştir. Elektrik tüketiminin büyümesi artan ekonomik faaliyet, artan nüfus, gelir seviyesi ve kentleşme sayesinde olmuştur.

Brüt elektrik üretimi/talebi, Türkiye'deki GSYİH büyümesi ve endüstriyel talep ile önemli ölçüde ilişkilidir. 2006-2021 yılları arasında, kişi başı elektrik tüketimi büyümesi ve kişi başı GSYİH büyümesi arasındaki korelasyon katsayısı 0,79 olup bu yüksek korelasyonun gelecekte de devam etmesi beklenmektedir.

Türkiye'nin geçmiş dönemde kaydettiği büyümeye rağmen, kişi başına net elektrik tüketimi (3,39 MWh) OECD emsal ülkelerdeki tüketim miktarının (2018 yıl sonu itibarıyla 8,0 MWh / kişi başına) oldukça altındadır. Bu da Türkiye'deki elektrik tüketim artış potansiyelini gözler önüne sermektedir.

Piyasa İşleyişi:

Türkiye elektrik piyasasında 5 temel taraf bulunmaktadır. Bu taraflar aşağıda anlatılmaktadır:

1) Üreticiler: 2022 yıl sonu itibarıyla, kamu ve özel sektör kuruluşlarının toplam kurulu gücü 103,81 GW'dir (Toplama lisansız santraller dahil edilmiştir. Lisansız santrallerin aynı dönem itibarıyla kurulu gücü 8,6 GW'dir). 2022 yılının ilk 12 ayında özel sektör enerji üreticileri tarafından üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %86'sını oluştururken, termik santrallerden üretilen elektrik, toplam elektrik üretiminin %60'ını oluşturmuştur. (<https://www.teias.gov.tr/tr-TR/aylik-elektrik-uretim-tuketim-raporlari>, 18.01.2023)

2) İletim: Bir devlet kuruluşu olan TEİAŞ, elektrik iletim sektörünün yanı sıra dengeleme güç piyasası ve alakalı diğer yan hizmetleri sunmaktadır.

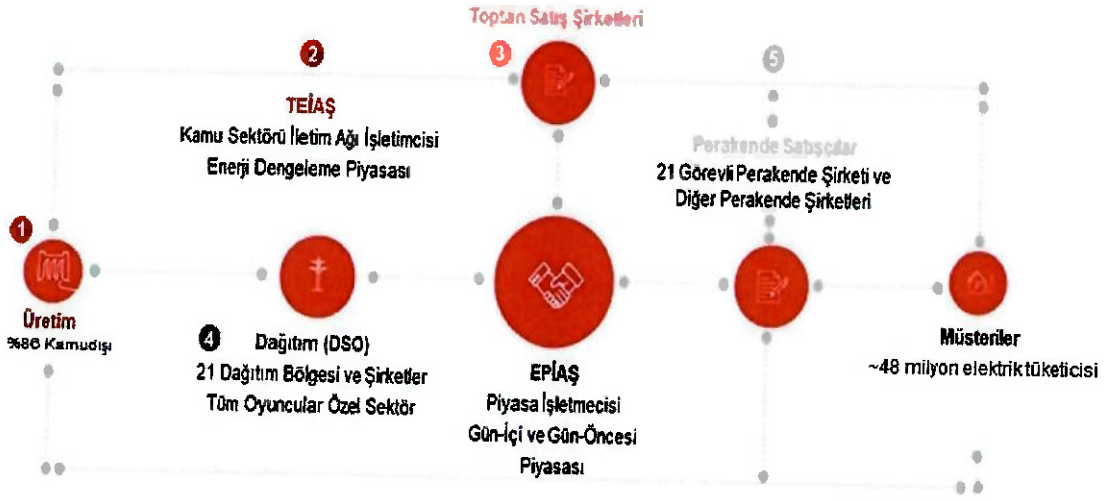
3) Toptan Satış: Kamu ve özel sektör şirketleri toptan satış faaliyetlerinde bulunabilirler. Kamu tarafında devlet üretim şirketi EÜAŞ (2018 yılında Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş. (TETAŞ) ile birleşme sonrası) toptan satış faaliyetlerinde bulunmaktadır.

4) Dağıtım: 2013 yılından bu yana tamamı özel sektör oyuncularını tarafından işletilen 21 dağıtım bölgesi bulunmaktadır.

5) Perakende Satış: Yıllık serbest tüketici sınırını aşan tüketiciler, tedarikçilerini seçme hakkına sahiptir. Perakende satış lisansına sahip satıcılar, dağıtım bölgesi kısıtlamasına bakılmaksızın uygun müşterilere satış yapabilir. Uygun olmayan aboneler, elektriği ilgili dağıtım şirketinin münhasır perakende şirketlerinden satın almalıdır. 21 görevli perakende şirketine ek olarak diğer perakende şirketleri de bulunmaktadır.

Piyasanın işleyişi ve tarafların rolleri aşağıdaki grafikte gösterilmektedir:

Şekil 3 Türkiye Elektrik Piyasası İşleyişi

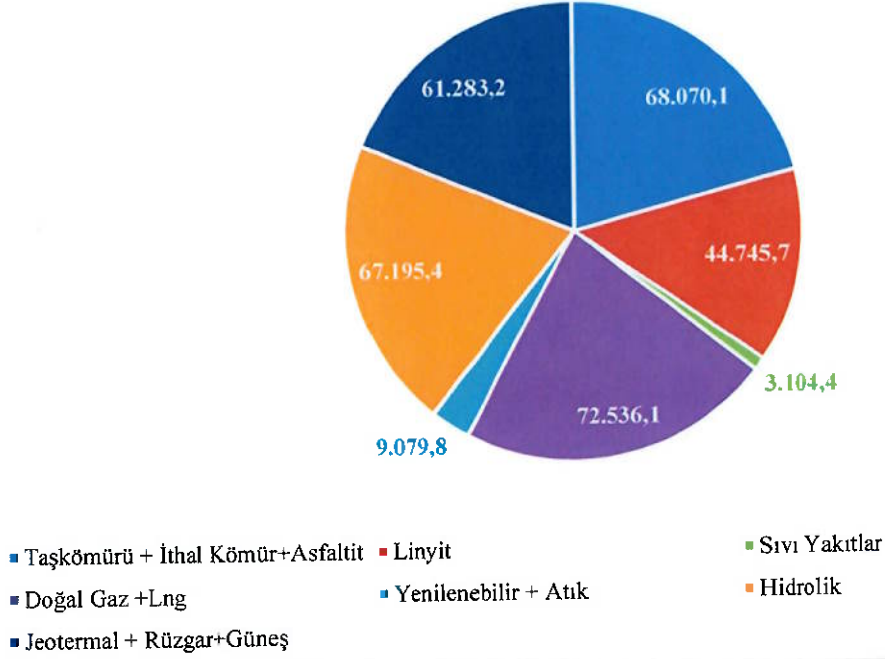


Elektrik Sektörüne Bakış

Elektrik Üretim Anonim Şirketi tarafından hazırlanan 2021 yılı Elektrik Üretimi ve Ticareti Sektör Raporu'na göre uzun dönemde (2020-2050 arası) ortalama %3,0 büyümesi beklenen dünya ekonomisi; dünyadaki nüfus artışı, sanayileşme ve kentleşmenin yarattığı koşullarla birlikte enerjiye olan talebi önemli ölçüde arttırmaktadır. Yapılan projeksiyon çalışmaları uyarınca, mevcut enerji politikalarının devamı halinde, 2050 yılında dünya enerji talebinin, ortalama yıllık %0,8'lik artışlarla, 2020 yılına göre % 26,3 (589,1 eksa joule'den (EJ) 714,8 EJ'ye) daha fazla olacağına işaret etmektedir. Dünyada elektriğin, 2050 yılına kadar en hızlı büyüyen (%1,9) nihai-kullanıcı enerji formu olması, nihai enerji tüketimindeki payının 2020'deki %19,8 düzeyinden 2030'da %21,1'e, 2050'de ise %26,2'ye çıkması beklenmektedir. Uluslararası Enerji Ajansı tarafından hazırlanan ve mevcut politikaların devamını öngören senaryo çalışmasına göre (WEO2021) elektrik üretiminin, 2020'de 26.762 TWh'den ortalama %1,8'lik artışlarla 2030'da 33.575 teravatsaat'e (TWh) ve 2050'de de 46.703 TWh'ye yükselmesi beklenmektedir. Bu rakamlar 2020-2050 döneminde %74,5'lik bir artışa işaret etmektedir.

Türkiye'de 2022 yılında elektrik üretiminin enerji kaynaklarına göre dağılımına ilişkin grafik aşağıda gösterilmektedir:

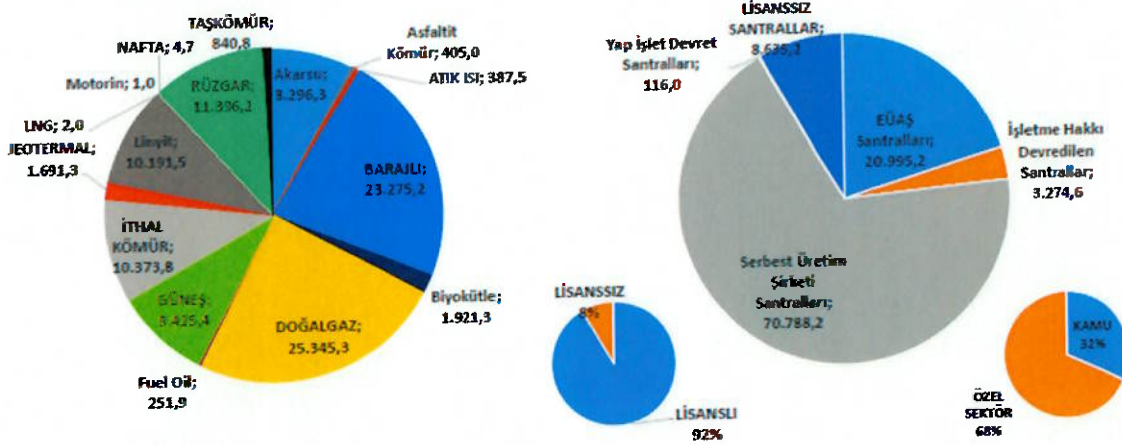
Türkiye 2022 Brüt Elektrik Üretiminin Birincil Enerji Kaynaklarına Göre Dağılımı



Kaynak: <https://www.tejas.gov.tr/aylik-elektrik-uretim-tuketim-raporlari>

- KURULU GÜÇ RAPORU-ARALIK 2022

KAYNAKLARA ve KURULUŞLARA GÖRE KURULU GÜÇ



Kaynak: <https://www.tejas.gov.tr/kurulu-guc-raporlari>

Yine yukarıda yer alan grafikte Aralık 2022 itibarıyla elektrik enerjisi kurulu gücünün kaynaklara göre dağılımı gösterilmiş olup ithal kömürün, elektrik enerjisi kaynakları içerisinde yaklaşık %10'luk bir paya sahip olduğu görülmektedir.

2020 yılı başında dünyayı etkisi altına alan Covid-19, Türkiye'de etkisini Mart ayından itibaren göstermeye başlamıştır. İlk Covid-19 vakasının açıklandığı 11 Mart tarihinden itibaren Mayıs ayının sonuna kadar kademeli olarak kısıtlamalar ve sıkılaştırmalar getirilmiş olup bu

kısıtlamalar ve sıkılaştırma adımları çerçevesinde özellikle Nisan ve Mayıs aylarında elektrik talebinde bir önceki yıla göre kayda değer azalmalar meydana gelmiştir. Haziran ayından itibaren sıkılaştırma adımlarının gevşetilmesi ile birlikte elektrik talebi toparlanmaya başlamış ve Covid-19 öncesi seviyelere ulaşmıştır. Covid-19 etkilerine rağmen normalleşme adımlarıyla birlikte 2021 yılı toplam elektrik tüketimi 2019 yılına kıyasla %11'lik bir artışla 286,7 TWh'e yükselmiştir.

2020'de tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye'yi de etkisi altına alan Covid-19 pandemisinin ardından 2021 yılı, elektrik talebinin yükseldiği bir yıl olmuştur. TEİAŞ tarafından açıklanan aylık verilere göre, ilk 10 ay için Ocak ve Şubat ayları hariç olmak üzere tüm aylarda 2020 yılına göre kayda değer artışlar gözlemlenmiştir. Ocak ve Şubat aylarında bir önceki yılın aynı ayına göre sırasıyla %0,2 ve %3,0 azalan aylık elektrik talebi, Nisan ayında %26,9 ve Mayıs ayında %19,8 yükselmiştir. Günlük veriler itibarıyla rekorların kaydedildiği Ağustos ayında gerçekleşen 32,5 TWh'lik aylık toplam elektrik talebi, en yüksek aylık talep olarak kayıtlara geçmiştir.

T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından hazırlanan ve 2020-2040 dönemini kapsayan Türkiye Elektrik Enerjisi Talep Projeksiyonu Raporu'na göre farklı senaryolar (Senaryo 1: Düşük, Senaryo 2: Referans ve Senaryo 3: Yüksek) üzerinde yapılan projeksiyonların sonucu şu şekildedir: "2020 yılında yaklaşık 305 TWh olarak gerçekleşen elektrik talebinin önümüzdeki 20 yıllık dönemde tüm senaryolar dikkate alındığında yıllık ortalama %2,9-3,7 arasındaki artış oranı ile 545-636 TWh bandında gerçekleşeceği öngörülmekte olup referans senaryo için beklenen talep artış oranı %3,4 ve elektrik talebi 591 TWh'tir. Bu şekilde, kişi başı elektrik tüketiminin 5.430-6.336 kWh bandına yükseleceği ve referans senaryonun 5.895 kWh düzeyinde gerçekleşeceği öngörülmektedir."¹

İzdemir Enerji Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin Türkiye Elektrik Sektöründeki Yeri:

Enerji tüketimi ile gayri sarfi yurtiçi hasıla büyüme hızı değişkenleri arasında yüksek bir korelasyon değeri vardır. Türkiye gibi gelişmekte olan ve hızlı büyüme gösteren ülkelerde enerji üretimi de düzenli artış göstermektedir. Türkiye toplam elektrik talebi 2000-2019 yılları arasında 2001, 2009 ve 2019 yılları haricinde bir düşüş göstermemiş ve artış trendini sürdürmüştür. 2020'de tüm dünyayı olduğu gibi Türkiye'yi de etkisi altına alan Covid-19 pandemisinin ardından 2021 yılı, elektrik talebinin yükseldiği bir yıl olmuştur. 2021 yılının ilkbahar aylarında Covid-19 pandemisi kaynaklı kısıtlamaların kalkmasıyla toplam elektrik tüketimi salgın öncesi düzeyini geçmekle beraber özellikle sanayi elektrik tüketimi, Nisan 2020'den beri her ay ortalama %3 artmaktadır². Türkiye'nin toplam net elektrik tüketimi 2021 yıl sonu itibarıyla %9'luk yıllık büyümeyle 286 TWh'e ulaşmıştır. T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'nın internet sitesinde yer alan bilgiler uyarınca elektrik enerjisi tüketimi 2022 yılında bir önceki yıla göre %1,25 oranında azalarak 328,7 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %2,60 azalarak 326 TWh olarak gerçekleşmiştir. Nitekim Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından yayınlanan ve 2020-2035 dönemini kapsayan Türkiye Ortalama PTF ve Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

¹<https://enerji.gov.tr/eigm-raporlari>

² <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/tr/pdf/2022/04/enerji-sektorel-bakis.pdf>

Çalışmaya göre 2035 yılı itibarıyla elektrik kurulu gücü güneş enerjisinde 52,9 GW'ye, rüzgâr enerjisinde 29,6 GW'ye, nükleer enerjide ise 7,2 GW'ye çıkacağı, toplamda ise 189,7 GW'ye ulaşacağı öngörülmektedir. Ulusal Enerji Planı kapsamında elektrik üretiminde kesintili yenilenebilir enerji kaynaklarının payı %34,2'ye, yenilenebilir enerji kaynaklarının payı ise %64,7 düzeyine yükselmesi öngörülmektedir. Elektrik enerjisinin nihai enerji tüketimi içerisindeki payının %24,9 seviyesine erişmesi öngörülürken, enerji yoğunluğunun %35,3 oranında azalması beklenmektedir. Bununla birlikte esneklik gereksiniminin karşılanabilmesi için batarya kapasitesinin 7,5 GW'ye, elektrolizör kapasitesinin 5,0 GW'ye, talep tarafı katılımının ise 1,7 GW'ye ulaşacağı belirtilmektedir. 2020-2035 döneminde enerji yoğunluğunun %35,3 azalmasının öngörüldüğü Enerji Planı'nın çıktıları, Strateji Bütçe Başkanlığı'nın ekonomik büyüme öngörülleri kapsamında uzun dönemde özellikle imalat sanayi alt sektörleri bazında Kalkınma Planları ile uyumlu şekilde sektörel dönüşümlerin yaşanacağı ve emisyon azaltımını sağlamak amacıyla sektörel bazda ihtiyaç duyulan düzeyde karbon fiyatları olacağı varsayımlarına dayanmaktadır.

Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, 2020-2035 dönemini kapsayan Türkiye Ortalama PTF ye Ulusal Enerji Planı'nı yayımlamıştır. Çalışmaya göre 2035 yılı itibarıyla elektrik kurulu gücünün güneş enerjisinde 52,9 gigavata (GW), rüzgâr enerjisinde 29,6 GW'ye, nükleer enerjide ise 7,2 GW'ye çıkacağı, toplamda ise 189,7 GW'ye ulaşacağı öngörülmektedir. Ulusal Enerji Planı kapsamında elektrik üretiminde kesintili yenilenebilir enerji kaynaklarının payı %34,2'ye, yenilenebilir enerji kaynaklarının payının ise %64,7 düzeyine yükselmesi öngörülmektedir.. Elektrik enerjisinin nihai enerji tüketimi içerisindeki payının %24,9 seviyesine erişmesi öngörülürken, enerji yoğunluğunun %35,3 oranında azalması beklenmektedir.. Bununla birlikte esneklik gereksiniminin karşılanabilmesi için batarya kapasitesinin 7,5 GW'ye, elektrolizör kapasitesinin 5,0 GW'ye, talep tarafı katılımının ise 1,7 GW'ye ulaşacağı belirtilmektedir. 2020-2035 döneminde enerji yoğunluğunun %35,3 azalmasının öngörüldüğü Enerji Planı'nın çıktıları, Strateji Bütçe Başkanlığı'nın ekonomik büyüme öngörülleri kapsamında uzun dönemde özellikle imalat sanayi alt sektörleri bazında Kalkınma Planları ile uyumlu şekilde sektörel dönüşümlerin yaşanacağı ve emisyon azaltımını sağlamak amacıyla sektörel bazda ihtiyaç duyulan düzeyde karbon fiyatları olacağı varsayımlarına dayanmaktadır.

Kurulu Güç

2021 yılı Aralık ayı sonunda 99.820 megavat (MW) seviyesine ulaşmış olan Türkiye toplam kurulu gücü, 2022 yılı sonunda 103.809 MW olmuştur. Aralık ayında toplam net 173,5 MW lisanslı kurulu güç devreye alınırken, bu kurulu gücün 16,4 MW'si güneş enerjisi santrallerinden sağlanmıştır. Aynı dönemde rüzgâr enerjisi santralleri toplam net kurulu gücünde 30,5 MW artış gerçekleştirirken biyokütle santrallerinde artış 78,3 MW olarak kaydedilmiştir. Bu kapasitelere ilave olarak Aralık ayında net 35,2 MW kapasitede doğal gaz elektrik santral'i devreye girmiştir.

Aralık ayında devrede olan santrallerin kurulu güç bakımından %52,1'ini yenilenebilir kaynaklardan elektrik üreten santraller oluşturmuştur. İthal kömür kaynaklı elektrik santralleri, Türkiye toplam elektrik kurulu gücünün %10'unu temsil ederken, hidroelektrik santraller %30,4'ünü, rüzgâr ve güneş enerjisi santralleri ise toplam kurulu gücün %20,1'ini oluşturmaktadır.

Türkiye Elektrik Üretim A.Ş. Yük Tevzi Başkanlığı tarafından yayınlanan Aralık-2022 kurulu güç raporuna göre Türkiye'deki santral adetleri ve kurulu güç dağılımını aşağıdaki gibidir:

BİRİNCİL KAYNAKLARA GÖRE SANTRAL ADETLERİ 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 : Türkiye Elektrik Üretim A.Ş. Kurulu Güç Raporları³

Elektrik Üretim-Tüketim;

2022 Aralık ayında yaklaşık 26,41 TWh olan toplam elektrik üretimi(lisanslı ve lisanssız santraller), 2023 yılının ilk ayında 26,89 TWh olarak gerçekleşti. Ocak ayına ilişkin ortalama günlük elektrik tüketiminin bir önceki yılın aynı döneminde göre %6,4 azaldığı ve bir önceki aya göre %1,2 arttığı görülmektedir.

Aralık ayı içerisinde üretilen elektriğin %67,5'ini sağlayan termik santraller, Ocak ayında toplam üretilen elektriğin %68,8'ini karşılamıştır. Elektrik santrallerinin kaynak bazlı kırılımı incelendiğinde ise, bir önceki ay %12,3'lük bir paya sahip olan hidroelektrik santraller, Ocak ayında toplam elektriğin %11'ini üretmiştir. Aynı dönemde rüzgâr enerjisi santrallerinden üretilen elektrik miktarının payı bir önceki aya göre %0,1 artarak %9,9 olmuştur. Jeotermal enerji santralleri ise üretilen toplam elektriğin %3,5'lik kısmını sağlamıştır. 2022 yılında %42,7 olan yenilenebilir enerji santrallerinin elektrik üretimindeki payı, 2023 yılı Ocak ayında %31,2 seviyesinde gerçekleşmiştir. İlgili dönemde, baraj tipi hidroelektrik santraller toplam üretimin %8,5'ine katkıda bulunurken, nehir tipi hidroelektrik santralleri toplam üretimin %2,4'ünü karşılamıştır. Baraj tipi hidroelektrik santrallerin Ocak ayındaki payı 2021 yılı Eylül ayından itibaren görülen en düşük pay olarak kaydedilmiştir. Bununla birlikte rüzgâr ve güneş enerjisi santrallerinden elde edilen elektriğin toplam üretilen elektriğe oranı %16,8 olarak gerçekleşmiştir.

³ <https://www.teias.gov.tr/kurulu-guc-raporlari>

Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'nun Aralık 2022 Elektrik Piyasası Sektör Raporu'na göre, 2021 Aralık – 2022 Aralık karřılařtırılmalđ Elektrik Kurulu Gücü ve üretim miktarlarını gösteren tablo aşağıdaki gibidir:

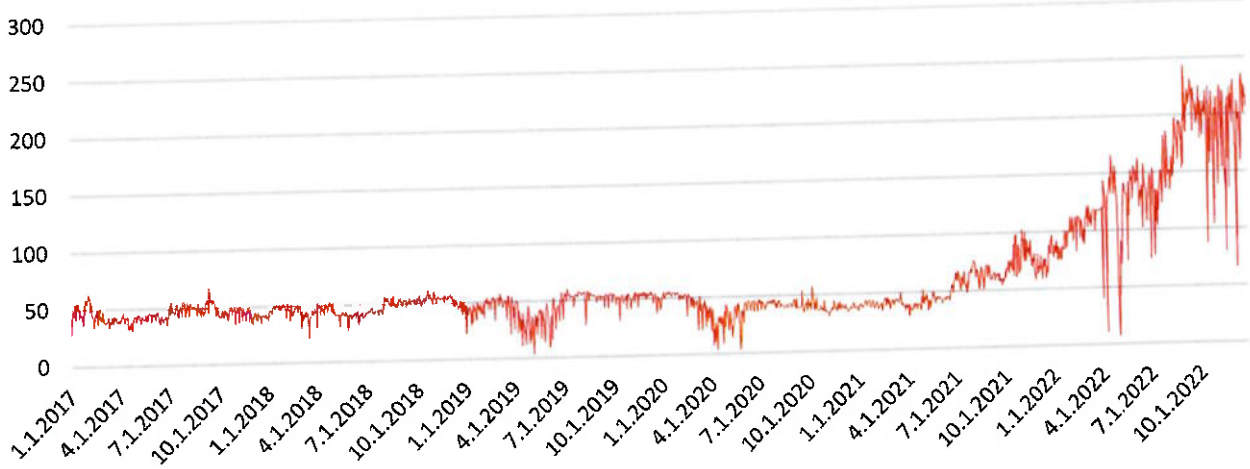
KAYNAK TÜRÜ	TOPLAM KURULU G�C* (MW)				TOPLAM ÜRETİM* (MWh)			
	2021 ARALIK (MW)	ORAN (%)	2022 ARALIK (MW)	ORAN (%)	2021 OCAK-ARALIK (MWh)	ORAN (%)	2022 OCAK-ARALIK (MWh)	ORAN (%)
HİDROLİK	31.492,56	31,55	31.571,48	30,41	55.926.681,35	16,83	67.195.890,20	20,72
RÜZGÂR	10.606,98	10,63	11.396,17	10,98	31.432.854,72	9,46	35.140.533,84	10,84
GÜNEŞ	7.815,63	7,83	9.425,44	9,08	13.458.137,35	4,05	15.360.298,47	4,74
JEOTERMAL	1.676,17	1,68	1.691,34	1,63	10.793.227,53	3,25	10.918.764,88	3,37
BİYOKÜTLE	1.644,52	1,65	1.921,31	1,85	7.530.762,39	2,27	9.079.420,96	2,80
YENİLENEBİLİR	53.235,86	53,33	56.005,73	53,95	119.141.663,34	35,85	137.694.908,35	42,46
DOĞAL GAZ	25.964,56	26,01	25.732,79	24,79	109.492.663,16	32,95	70.685.717,01	21,80
LİNYİT	10.119,92	10,14	10.191,52	9,82	42.983.332,24	12,94	44.745.695,96	13,80
İTHAL KÖMÜR	8.993,80	9,01	10.373,80	9,99	54.948.416,86	16,54	63.259.657,34	19,51
TAŐ KÖMÜRÜ	840,77	0,84	840,77	0,81	3.077.253,53	0,93	3.242.363,27	1,00
ASFALTİT	405,00	0,41	405,00	0,39	2.373.076,70	0,71	1.568.085,50	0,48
FUEL OİL	251,93	0,25	251,93	0,24	280.834,14	0,08	718.653,16	0,22
NAFTA	4,74	0,00	4,74	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
LNG	1,95	0,00	1,95	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
MOTORİN	1,04	0,00	1,04	0,00	654,03	0,00	2.385.741,41	0,74
TERMİK	46.583,71	46,67	47.803,53	46,05	213.156.230,66	64,15	186.605.913,65	57,54
TOPLAM	99.819,57	100,00	103.809,26	100,00	332.297.894,00	100,00	324.300.822,00	100,00

Kaynak: Elektrik Piyasası Sektör Raporu Aralık 2022⁴

⁴ <https://www.epdk.gov.tr/Detay/Icerik/3-0-23-3/elektrikaylik-sektor-raporlar>

Elektrik Fiyatları:

2017 yılından itibaren günlük aritmetik ortalama piyasa takas fiyatı (PTF) ABD Doları cinsinden grafiği aşağıda yer almaktadır.



Kaynak: EPIAŞ Şeffaflık⁵

Bu dönemde piyasa takas fiyatında (PTF) meydana gelen önemli hareketler, aşağıdaki gibi yorumlanabilmektedir:

- 1) **Nisan-Haziran 2019:** 2019 yılında hidroelektrik santrallerinin yüksek kapasite kullanım oranları ile beklenenden fazla üretimleri ile piyasa takas fiyatı (PTF) düşüş göstermiştir.
- 2) **Nisan 2020:** Covid-19 sebebiyle düşük tüketim gerçekleşmesiyle piyasa takas fiyatı (PTF) aşağıya gelmiştir.
- 3) **Mayıs-Temmuz 2020:** Covid-19 önlemlerinin gevşetilmesi ile elektrik tüketimi ve piyasa takas fiyatı (PTF) artış göstermiştir.
- 4) **Eylül - Aralık 2021:** 2021 yılının özellikle son çeyreğinde elektrik piyasa fiyatlarında çok ciddi artışlar yaşandı. Artışın nedenleri arasında kısıtlamaların sona ermesi ile artan talep, kuraklıktan dolayı hidroelektrik santrallerin düşük doluluk oranları, mevsim normalleri üstündeki yaz sıcaklıkları, rekor düzeylere çıkan ithal kömür ve doğal gaz fiyatları ve doğal gaz ithalatında artan spot LNG'nin payı sayılabilir
- 5) **2022 yılı:** 2022 yılında Rusya'nın Ukrayna'yı işgali ve sonrasında Rusya'nın Avrupa'ya doğalgaz ihracatını kısması ve Avrupa'nın Rusya'dan petrol ve kömür ithalatına yaptırımlar getirmesi global bir enerji krizine yol açmış ve bunun sonucunda enerji fiyatlarında yüksek artışlar yaşanmıştır. (Kaynak: IEA, <https://iea.blob.core.windows.net/assets/830fe099-5530-48f2-a7c1-11f35d510983/WorldEnergyOutlook2022.pdf>, 12/12/2022)

Kaynak: KPMG⁶, IEA⁷

⁵ <https://seffaflik.epias.com.tr/transparency/piyasalar/gop/ptf.xhtml>

⁶ <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/tr/pdf/2022/04/enerji-sektorel-bakis.pdf>

⁷ <https://iea.blob.core.windows.net/assets/830fe099-5530-48f2-a7c1-11f35d510983/WorldEnergyOutlook2022.pdf>

Azami Uzlaştırma Fiyatı:

18.03.2022 tarihli ve 31782 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu’nun 10847-1 no’lu kararında “Kaynak Bazında Destekleme Bedelinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Esaslar” yayımlanmıştır. Ulusal ve uluslararası piyasalarda elektrik enerjisi üretimine girdi olan emtia fiyatlarının ve kaynak maliyetleri arasındaki farkların yüksek artışları sebebiyle, tüketicilerin korunması amacıyla, lisanslı üretim tesislerini kapsayan “Azami Uzlaştırma Fiyatı” mekanizması devreye alınmıştır. YEKDEM’e dahil olan üretim tesisleri ile EÜAŞ’ın portföyünde yer alan üretim tesisleri ve EÜAŞ ile doğrudan veya tedarikçi üzerinden dolaylı olarak enerji satış anlaşması yapmış olan üretim tesislerinin anlaşmaya konu satış miktarları bu kararın kapsamına girmemektedir.

Her bir kaynak türü için ayrı bir azami uzlaştırma fiyatı belirlenmiştir. Tüketicileri korumayı amaçlayan bu mekanizma sayesinde, elektrik fiyatlarına bir üst limit getirilmiştir.

EPDK, 30.03.2023 tarihli toplantısında, azami uzlaştırma fiyatı mekanizmasını 01.04.2023 tarihinden itibaren 6 ay süreyle uzattığını duyurmuştur. İlgili karar Resmi Gazete’nin 32149 sayılı ve 31.03.2023 tarihli sayısında yayımlanmıştır. Aşağıdaki tabloda, her bir kaynak için güncel azami uzlaştırma fiyatları verilmiştir:

Kaynak Tipi	Azami Uzlaştırma Fiyatı Başlangıç Değeri (TL/MWh)
Yerli Kömür	1.800
İthal Kömür	1.800
Doğalgaz/Fuel Oil/Nafta/LPG/Motorin	2.550
Diğer kaynaklar	1.700

Kaynak: EPDK⁸, Resmi Gazete⁹

⁸ <https://epdk.gov.tr/Detay/DownloadDocument?id=DFWz+Xc08uw=>

⁹ <https://www.resmigazete.gov.tr/eskiler/2023/03/20230331-7.pdf>

Şirket'in Finansal Bilgileri

Şirket'in HSY Bağımsız Denetim tarafından TMS/IFRS kapsamında bağımsız denetimden geçirilmiş İzahnameye tabi mali tablolarına göre hazırlanan gelir tablosu ve bilançosu aşağıda verilmektedir. (söz konusu mali tablolar nezdindeki artış ve azalışlara dair detaylı açıklamalar İzahname'de yer almaktadır.)

Şekil 4 Gelir Tablosu

KAR VEYA ZARAR KISMI (TL)	01.01.2020-31.12.2020	01.01.2021-31.12.2021	01.01.2022-31.12.2022	01.01.2022-31.03.2022	01.01.2023-31.12.2023
Hasılat	884.055.295	1.368.437.026	6.759.743.051	824.653.007	1.795.053.532
Satışların Maliyeti (-)	(709.262.875)	(1.046.795.585)	(4.394.947.436)	(595.597.354)	(1.581.690.020)
BRÜT KAR	174.792.420	321.641.441	2.364.795.615	229.055.653	213.363.512
Genel yönetim Giderleri (-)	(13.370.123)	(15.851.791)	(29.818.166)	(4.975.908)	(15.231.667)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5.547.880	27.737.638	32.789.671	7.279.487	15.662.604
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(8.071.294)	(4.778.689)	(521.009.468)	(772.135)	(13.611.566)
ESAS FAALİYET KARI / (ZARARI)	158.898.883	328.748.599	1.846.757.652	230.587.097	200.182.883
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	123.762	87.822	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-	-	(15.408.528)	(899.655)	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI	159.022.645	328.836.421	1.831.349.124	229.687.442	200.182.883
Finansman Gelirleri	931.016	2.403.331	2.892.348	1.653.812	1.285.749
Finansman Giderleri (-)	(261.139.786)	(689.160.690)	(572.366.283)	(152.963.372)	(19.536.847)
VERGİ ÖNCESİ KARI / (ZARARI)	(101.186.125)	(357.920.938)	1.261.875.189	78.377.882	181.931.785
Vergi Gelir/(Gideri)	(29.587.006)	38.720.207	(126.288.542)	(18.480.201)	(21.074.428)
Dönem Vergi Geliri/(Gideri)	-	-	(13.079.390)	-	(1.171.574)
Ertilenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	(29.587.006)	38.720.207	(113.209.152)	(18.480.201)	(19.902.854)
DÖNEM KARI/ (ZARARI)	(130.773.131)	(319.200.731)	1.135.586.647	59.897.681	160.857.357

Kaynak : Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şekil 5 Bilanço

VARLIKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Dönen Varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.917.112	56.554.514	14.205.905	205.680.890
Ticari Alacaklar	28.695.449	18.625.035	65.061.611	17.963.633
İlişkili olan taraflardan ticari alacaklar	25.803.781	3.594.867	16.142.263	5.403.047
İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	2.891.668	15.030.168	48.919.348	12.560.586
Diğer Alacaklar	68.799	106.771	114.135	200.794
Stoklar	230.483.216	256.162.728	737.975.591	673.068.586
Peşin Ödenmiş Giderler	7.927.538	17.651.475	71.435.704	14.628.668
Diğer Dönen Varlıklar	200.616	201.539	140.623	219.301

TOPLAM DÖNEN VARLIKLAR	270.292.730	349.302.062	888.933.569	911.761.872
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	200.000	200.000	200.000	200.000
Maddi Duran Varlıklar	1.713.672.390	1.653.924.409	1.664.312.815	1.655.214.851
Kullanım Hakkı Varlıkları	490.696	516.090	4.657.218	6.021.851
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	239.679	259.712	210.013	197.647
Peşin Ödenmiş Giderler	-	6.328.386	2.123.315	48.666.954
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	439.617.959	463.941.963
TOPLAM DURAN VARLIKLAR	1.714.602.765	1.661.228.597	2.111.121.320	2.174.243.266
TOPLAM VARLIKLAR	1.984.895.495	2.010.530.659	3.000.054.889	3.086.005.138
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Borçlanmalar	406.251.379	843.756.754	434.090.946	38.004.342
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	236.923.084	402.879.191	275.416.938	284.888.869
Ticari Borçlar	15.613.807	11.798.814	36.100.448	23.359.377
<i>İlişkili taraflara ticari borçlar</i>	<i>8.949.148</i>	<i>19.909</i>	<i>12.476.175</i>	<i>1.172.800</i>
<i>İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar</i>	<i>6.664.659</i>	<i>11.778.905</i>	<i>23.624.273</i>	<i>22.186.577</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	3.323.124	4.624.547	10.166.741	17.560.314
Diğer Borçlar	98.489	6.329	25.827	1.386.929
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	4.012.492	5.184.066
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	278.703.733	87.736.164	-	345.332.028
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8.790.161	1.745.496	99.514.053	22.840.285
TOPLAM KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	949.703.777	1.352.547.295	859.327.445	738.556.210
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	315.474.873	185.209.054	2.456.591	3.171.208
Uzun Vadeli Karşılıklar	4.835.828	6.371.453	16.324.423	19.846.376
<i>Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar</i>	<i>4.835.828</i>	<i>6.371.453</i>	<i>16.324.423</i>	<i>19.846.376</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	101.205.151	62.373.499	-	-
TOPLAM UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	421.515.852	253.954.006	18.781.014	23.017.584
ÖZKAYNAKLAR				
Ödenmiş Sermaye	390.000.000	500.000.000	500.000.000	500.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	885.847.824	850.457.952	1.424.428.212	1.457.496.737
<i>Yeniden değerlendirme ve ölçüm kazançları(kayıpları)</i>	<i>885.847.824</i>	<i>850.457.952</i>	<i>1.424.428.212</i>	<i>1.457.496.737</i>
<i>Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları</i>	<i>887.136.932</i>	<i>852.192.838</i>	<i>1.431.833.560</i>	<i>1.466.981.526</i>
<i>Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm kayıpları</i>	<i>(1.289.108)</i>	<i>(1.734.886)</i>	<i>(7.405.348)</i>	<i>(9.484.789)</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	2.967.620	2.967.620	2.967.620	2.967.620
Geçmiş Yıllar Zararları	(534.366.447)	(630.195.483)	(941.036.049)	203.109.630

Net Dönem Karı/(Zararı)	(130.773.131)	(319.200.731)	1.135.586.647	160.857.357
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	613.675.866	404.029.358	2.121.946.430	2.324.431.344
TOPLAM KAYNAKLAR	1.984.895.495	2.010.530.659	3.000.054.889	3.086.005.138

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Şirket 31.12.2020 ve 31.12.2021'de sona eren dönemlerde her ne kadar faaliyet karı elde etmiş olsa da katlandığı finansman gideri nedeniyle net dönem zararı oluşmuştur. Ancak, 31.12.2022'de sona eren dönem itibarıyla karlılıkta önemli bir artış görülmüştür.

	01.01.2020- 31.12.2020	01.201.2021- 31.12.2021	01.01.2022- 31.12.2022	31.12.2022- 31.03.2022
Esas Faaliyet Karı / (Zararı)	158.898.883	328.748.599	1.846.757.652	200.182.883
Net Dönem Karı / (Zararı)	(130.773.131)	(319.200.731)	1.135.586.647	160.857.357

Önceki yıllarda döviz kurlarının yüksek seyretmesi döviz cinsinden yükümlülüklerin tutarını artırmıştır. Gelirlerin TL bazlı, satın almaların döviz bazlı olması sonucu dönen varlıklar kısa vadeli yükümlülükleri karşılayamamıştır. Ancak 2022 yılında döviz cinsinden yükümlülüklerin azalması ve de operasyonel kar da elde edilmesiyle net işletme sermayesinde önemli ölçüde iyileşme sağlanmıştır.

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Net işletme sermayesi	(679.411.047)	(1.003.245.233)	29.606.124	173.205.662
Net finansal borç	955.732.224	1.375.290.485	697.758.570	120.383.529

Likidite ve Borçluluk

Şirket'in 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Mart 2023 dönemlerinde sona eren finansal tablolarına ilişkin hazırlanan özet borçluluk analizi aşağıdaki tabloda verilmektedir. Aşağıdaki tabloda yer alan oranlar HSY Bağımsız Denetim tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporunda verilen veriler baz alınmak suretiyle hesaplanmıştır.

Sekil 6 Borçluluk Oranları

	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	01.01.2023
Toplam Finansal Yükümlülük (*)	958.649.336	1.431.844.999	711.964.475	326.064.419
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	2.917.112	56.554.514	14.205.905	205.680.890
Net Borç	955.732.224	1.375.290.485	697.758.570	120.383.529
Toplam Özkaynaklar	613.675.866	404.029.358	2.121.946.430	2.324.431.344
Net Finansal Borç / Toplam Özkaynaklar Oranı	%156	%340	%33	%5

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

* Konsolide finansal durum tablosunda belirtilen kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmalar toplamıdır.

Değerleme

Değerleme Yöntemleri

İşbu fiyat tespit raporunun hazırlanması kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının tamamı dikkate alınmıştır.

Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. 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 değer 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.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır. Şirket'in, pazar yaklaşımı kapsamında diğer işletmelerle yapılacak karşılaştırmalarının pratik ve güvenilir olduğunun düşünülmesi, kuruluş döneminde olmaması, toplama yönteminin uygulanabileceği bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması ve faaliyetlerinin sürekliliği olduğuna düşünüldüğü için maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında dikkate alınmış fakat kullanılmamıştır.

Gelir Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 50.1 uyarınca gelir yaklaşımının çok sayıda uygulama yolunun bulunmasına karşın, gelir yaklaşımı kapsamındaki yöntemler fiilen gelecekteki nakit tutarların bugünkü değere indirgenmesine dayanmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yönteminin varyasyonları olan bu yöntemler UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 60.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlendirilmesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 40.2 uyarınca değerlendirme konusu varlığın gelir yaratma kabiliyetinin katılımcının gözüyle değeri etkileyen çok önemli bir unsur olması ve varlıkla ilgili gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin makul tahminler mevcut olması durumlarında gelir yaklaşımının uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı ağırlık verilmesi gerekli görülmektedir.

İNA yöntemi, şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratacağı varsayılan nakit akımlarının bugünkü değerlerine indirgenmeleri esasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin uzun vadeli potansiyelini de yansıtarak özgün değerini bulmaya odaklanır. Bunu yaparken de şirket özelindeki riskleri belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin en önemli dezavantajı, varsayımlara çok duyarlı olması dolayısıyla objektif bir değerlendirme yapmanın zorluğudur. Bu değerlendirme raporunda yer alan İNA değerlemesi kapsamında, Şirket'in geçmiş yıllardaki performansı dikkate alınmış ve üretim, hasılat ve maliyet bazında rakamlar gözden geçirilmiştir.

Pazar Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 20.1 uyarınca Pazar yaklaşımı varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değerin belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105'in 20.2 maddesinin b bendi uyarınca değerlendirme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesinden dolayı uygulanması zorunludur. Bu yaklaşım da UDS 200 İşletmeler ve İşletmedeki Paylar madde 50.1'de de belirtildiği üzere işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında değerlemenin yapılabilmesi için gereken güvenilir bilginin mevcudiyeti, halka açık şirketlere yatırım yapan yatırımcılar tarafından sıkça kullanılan bir yaklaşım olması ve Şirket paylarının halka arzdan sonra teşkilatlanmış bir piyasada işlem göreceğinden dolayı değerlemenin amacına uygun olduğu düşünüldüğü için değerlendirme kapsamında kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı kapsamında Şirket'in paylarının halka arz edileceği ve Şirket'in benzeri olan borsada işlem gören nitelikteki emsallerine ilişkin güvenilir bilgilerden istifade edilebileceği dikkate alınarak Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirme yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir. Ek olarak UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 10.4 uyarınca değerlendirme çalışmasında yer alan bilgiler ve şartlar dikkate alındığında, özellikle tek bir yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat duyulduğu hallerde, değerlemeyi gerçekleştirenlerin bir varlığın değerlendirilmesi için birden fazla değerlendirme yöntemi kullanılmasına gerek olmadığı belirtilmektedir.

Bu doğrultuda mevcut şartlar dikkate alındığında değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen yöntemlerden Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kapsamındaki İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır: İD/FAVÖK çarpanına ek olarak yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FVÖK, İD/Satışlar, F/K ve PD/DD çarpanları da incelenmiş fakat aşağıdaki sebeplerden ötürü bu çarpanlar İD/FAVÖK çarpanı kadar güvenilir bulunmamıştır.

- İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (Borsa'da işlem gören şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu dikkate değer bulunmuştur.

- Faaliyet gösterilen enerji sektöründe şirketlerin duran varlık yatırımları hem tutar olarak hem de zamanlama açısından farklılıklar gösterebilmektedir. Bu durum benzer şirketlerin farklı seviyelerde amortisman giderlerine sahip olmalarına yol açmaktadır. Nakit olmayan amortisman giderlerinin faaliyet karı üzerindeki etkisini dikkate alması sebebiyle İD/FVÖK çarpanı değerlendirilmede tercih edilmemiştir.
- Değerleme çalışması kapsamında incelenen benzer şirketler arasında enerji sektöründe faaliyetlerde bulunan şirketlerin farklı alanlarda da operasyonları bulunabilmektedir. Aynı alt sektörde faaliyet gösteren şirketler arasında dahi kar marjları açısından farklılıklar olabilmektedir. Bunun sonucu olarak şirketler belli bir faaliyet karı seviyesine çok farklı hasılat rakamlarıyla ulaşabilmektedir. Bu sebeple İD/Net Satışlar çarpanı değerlendirilmede tercih edilmemiştir.
- Benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği ülkeler ve bu ülkelerdeki vergilendirme esasları farklılıklar göstermektedir. Ayrıca farklı ülkelerdeki farklı şirketler farklı fonlama alternatifleri üzerinden ciddi değişkenlik gösteren finansman koşulları altında operasyonlarına devam etmektedir. Şirketlerin net karları ve dolayısıyla özkaynakları üzerinde doğrudan etkisi olan bu durum, benzer şirketlerin F/K ve PD/DD çarpanları üzerinden karşılaştırılmasını güçleştirmektedir. Bu sebeple F/K ve PD/DD çarpanları değerlendirilmede tercih edilmemiştir.

İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, esas faaliyet karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde satışlardan esas faaliyet karına ulaşılırken düşülen amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

İndirgenmiş Nakit Akışları (İNA) yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akışları yöntemi kapsamında Şirket'in lisans süresi de göz önüne alınarak 2058 yılına kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmıştır. Şirket'in mali tabloları SPK Finansal Raporlama Standartları'na göre TL cinsinden sunulsa da Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi USD'dir. Bunun ana sebebi özellikle Şirket'in satışlarının çoğunluğunun USD para birimine endeksli olmasıdır. Raporun tamamındaki tutarların TL'den USD'ye dönüştürmek için kullanılan döviz kurları ve diğer makroekonomik veriler yıllar bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Türkiye ve ABD enflasyon verileri IMF Datamapper internet sitesinden alınmıştır. USD/TL yıl sonu ve ortalama kurları ise USD enflasyon ve TL enflasyon öngörülere doğrultusunda projekte edilmiştir.

Sekil 7 Makroekonomik Veriler

Makroekonomik Veriler	2023	2024	2025	2026	2027	2028
TL Enflasyon	%50,6	%35,2	%24,9	%20,0	%20,0	%20,0
USD Enflasyon	%4,5	%2,3	%2,1	%2,0	%2,0	%2,0
USD / TL Ortalama Döviz Kuru	22,51	29,92	36,45	42,87	50,35	59,28
USD / TL Yıl Sonu Döviz Kuru	26,32	33,52	39,39	46,34	54,36	64,21

* 2028 yılından sonra projeksiyon dönemi boyunca TL enflasyonunun %20 ve USD enflasyonunun %2 olarak sabit kalacağı varsayılmış ve USD/TL yıl sonu ve ortalama kurları da bu doğrultuda tahmin edilmiştir.

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihli finansal tablolarına göre kar marjları USD cinsinden aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şekil 8 Satışlar ve Marjlar

(mn \$)	2020	2021	2022	1Ç2022	1Ç2023
Net Satışlar	126	154	408	59	95
Brüt Kar	25	36	143	16	11
<i>Brüt Kar Marjı %</i>	<i>%20</i>	<i>%24</i>	<i>%35</i>	<i>%28</i>	<i>%12</i>
Faaliyet Karı	23	37	111	17	11
<i>Faaliyet Kar Marjı %</i>	<i>%18</i>	<i>%24</i>	<i>%27</i>	<i>%28</i>	<i>%11</i>
FAVÖK	30	45	116	18	12
<i>FAVÖK Marjı %</i>	<i>%24</i>	<i>%29</i>	<i>%28</i>	<i>%30</i>	<i>%12</i>

Projeksiyonlar

Gelirler

Şirket gelirleri temel olarak elektrik üretim gelirlerinden oluşmaktadır. Elektrik üretim gelirleri hesaplanırken santralin yıllık tahmini brüt elektrik üretiminden yıllık tahmini iç tüketim miktarı çıkarılıp, satın alınan elektrik miktarı eklenerek satılan tahmini elektrik miktarı bulunmuş, bu tutarla tahmini elektrik fiyatı çarpılarak elektrik satış geliri hesaplanmıştır. Şirket'in elektrik satış gelirinin yanısıra kül ve alçıtaşı gelirleri ile atık ambalaj ve malzeme gelirleri de bulunmaktadır. Yakılan kömür sonucu ortaya çıkan kül ve alçı taşı gelirleri hesaplanırken tahmini ortaya çıkacak kül ve alçıtaşı miktarı, tahmini kül ve alçıtaşı fiyatıyla çarpılarak kül ve alçıtaşı geliri hesaplanmıştır. İhtiyatlı olmak adına, atık ambalaj ve malzeme gelirleri projekte edilmemiştir. Son olarak Şirket'in 2024 yılı başında devreye almayı planladığı 75,1 MWe kurulu güce sahip GES'in yaratması öngörülen net nakit akışları da (tüm gelir, gider, yatırım ve diğer parametreler dahil olacak şekilde) değerlendirilmiştir.

Elektrik Üretim Miktarı

Şirketin 2023 – 2058 dönemi brüt elektrik üretim miktarları tahmin edilirken; öncelikle santralin kurulu gücü bir yıldaki saat sayısı ile çarpılarak santralin brüt üretim kapasitesi hesaplanmıştır. Daha sonra, bir yıldaki saat sayısından santralin planlı duruş ve arıza gibi sebeplerden dolayı çalışmadığı süre çıkarılmış, bu süre santralin kurulu gücüyle çarpılarak santralin kullanılabilir üretim kapasitesi hesaplanmıştır. Sonrasında, kullanılabilir üretim kapasitesi brüt üretim kapasitesine bölünerek santralin emreamadelik oranı hesaplanmıştır. Daha sonra santralin 2020, 2021 ve 2022 yıllarındaki brüt elektrik üretimleri kullanılabilir kapasiteye bölünerek santralin ilgili yıllar için kapasite kullanım oranı hesaplanmıştır.

Şirket'in geçmiş yıllardaki duruş süreleri incelenmiş, gözlemlenen geçmiş yıl ortalamalarına paralel olarak projeksiyon dönemi boyunca santralin her sene 60 gün duruşta olacağı öngörülmüştür. Sadece, 2023 dahil her 10 yılda bir daha kapsamlı bakım onarımlarının olacağı ve bu sebeple 2033, 2043 ve 2053 yıllarında duruş süresinin 60 gün yerine 90 gün olacağı varsayılmıştır.

2023 – 2058 döneminde kapasite kullanım oranının geçmiş 2 yıl ortalaması olan %91,7 olacağı varsayılmıştır.

İç Tüketim (B)	168.270	168.270	168.270	168.823	168.270	168.270
Net Üretim (A-B)	2.310.765	2.310.765	2.310.765	2.318.352	2.310.765	2.310.765
Satın Alınan Elektrik (C)	191.798	191.798	191.798	192.427	191.798	191.798
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.502.563	2.502.563	2.502.563	2.510.779	2.502.563	2.502.563
MWh	2043	2044	2045	2046	2047	2048
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.234.863	2.487.175	2.479.036	2.479.036	2.479.036	2.487.175
İç Tüketim (B)	151.697	168.823	168.270	168.270	168.270	168.823
Net Üretim (A-B)	2.083.166	2.318.352	2.310.765	2.310.765	2.310.765	2.318.352
Satın Alınan Elektrik (C)	172.906	192.427	191.798	191.798	191.798	192.427
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.256.073	2.510.779	2.502.563	2.502.563	2.502.563	2.510.779
MWh	2049	2050	2051	2052	2053	2054
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.479.036	2.479.036	2.479.036	2.487.175	2.234.863	2.479.036
İç Tüketim (B)	168.270	168.270	168.270	168.823	151.697	168.270
Net Üretim (A-B)	2.310.765	2.310.765	2.310.765	2.318.352	2.083.166	2.310.765
Satın Alınan Elektrik (C)	191.798	191.798	191.798	192.427	172.906	191.798
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.502.563	2.502.563	2.502.563	2.510.779	2.256.073	2.502.563
MWh	2055	2056	2057	2058		
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.479.036	2.487.175	2.479.036	769.824		
İç Tüketim (B)	168.270	168.823	168.270	52.254		
Net Üretim (A-B)	2.310.765	2.318.352	2.310.765	717.570		
Satın Alınan Elektrik (C)	191.798	192.427	191.798	59.560		
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.502.563	2.510.779	2.502.563	777.130		

Elektrik Fiyatları

Şirket, santral net üretimini ve dışarıdan aldığı elektriği ağırlıklı olarak EPIAŞ'a ve İzmir Demir Çelik'e satmaktadır. İşbu Fiyat Tespit Raporu itibarıyla, elektrik piyasasında EPDK tarafından Azami Uzlaştırma Fiyatı mekanizması uygulanmaktadır. Nisan 2023 itibarıyla kaynak türü ithal kömür olan santraller için uygulanan Azami Uzlaştırma Fiyatı 1.800 TL'dir. 2023 elektrik satış fiyatı hesaplaması için, Şirket'in 2023 yılı ilk 3 ay dolar cinsi elektrik satış gelirinden, satışların maliyetindeki "Kaynak Destekleme Bedeli" düşülerek bulunan tutar, 2023 ilk 3 ayı elektrik satış miktarına bölünmüştür. İhtiyatlı olmak adına; elektrik fiyat projeksiyonunda, Azami Uzlaştırma Fiyatı uygulamasının 2025 Mart ayına kadar devam edeceği varsayılmıştır. Bu sebeple, 2024 ve 2025 Mart ayına kadar olan elektrik fiyatı, Azami Uzlaştırma Fiyatı uygulamasındaki formüle göre hesaplanmıştır. İlgili formül aşağıda gösterilmiştir.

$$AUF_{İTHAL_t} = AUF_{İTHAL_0} * (0,031 * \frac{\dot{U}FE_t}{\dot{U}FE_0} + 0,107 * \frac{Kur_t}{Kur_0} + 0,846 * \frac{API2_t}{API2_0} * \frac{Kur_t}{Kur_0} + 0,016 * \frac{iletim_t}{iletim_0})$$

2025 Mart ayından 2045 yılına kadar olan dönem için ise Modus Enerji Danışmanlık tarafından hazırlanan Türkiye'deki elektrik fiyat tahminleri kullanılmıştır. 2045 yılı ile santralin lisans

Şirket'in geçmiş yıllar brüt üretim kapasitesi, kullanılabilir kapasitesi, emreamadelik oranları, brüt üretim miktarları ve kapasite kullanım oranları aşağıdaki tabloda özetlenmektedir.

Şekil 9 Geçmiş Yıllar Elektrik Üretim Miktarları

	2020	2021	2022	1Ç2023
Brüt Üretim Kapasitesi (MWh)	3.074.400	3.241.200	3.241.200	799.200
Kullanılabilir Kapasite (MWh)	2.578.100	2.696.560	2.905.240	770.340
Emreamadelik Oranı %	%84	%83	%90	%96
Brüt Elektrik Üretimi (MWh)	2.541.455	2.423.392	2.714.756	727.440
Kapasite Kullanım Oranı %	%99	%90	%93	%94

Şirket, santralden ürettiği elektriğin bir kısmını kendi ihtiyaçları için tüketmektedir. Ayrıca, özellikle santralin bakımda olduğu zamanlar Şirket piyasadan elektrik alıp müşterilerine satmaktadır.

2020, 2021 ve 2022 yıllarında santral iç tüketimi, brüt elektrik üretimine oranlanmış ve 2023 – 2058 döneminde santral iç tüketiminin, santral brüt elektrik üretimine oranının geçmiş 2 yıl ortalaması olan %6,8 olacağı varsayılmıştır.

Santralin 2020, 2021 ve 2022 yıllarında dışardan alıp sattığı elektrik miktarı santral net üretimine oranlanmış ve bu oranın 2023 – 2058 döneminde son 2 yıl ortalaması olan %8,3'e eşit olacağı varsayılmıştır.

Aşağıdaki tablolarda, yukarıdaki varsayımların sonucu olarak santralin 2020-2022 ve 2023 – 2058 dönemi tahmini elektrik satış miktarları verilmiştir.

MWh	2020	2021	2022	1Ç2023	12A2023	2024
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.541.455	2.423.392	2.714.756	727.440	2.482.427	2.487.175
İç Tüketim (B)	174.186	166.026	182.554	46.798	168.501	168.823
Net Üretim (A-B)	2.367.269	2.257.366	2.532.202	680.642	2.313.927	2.318.352
Satın Alınan Elektrik (C)	270.120	244.350	146.254	31.651	192.060	192.427
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.637.389	2.501.716	2.678.457	712.293	2.505.987	2.510.779
MWh	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.479.036	2.479.036	2.479.036	2.487.175	2.479.036	2.479.036
İç Tüketim (B)	168.270	168.270	168.270	168.823	168.270	168.270
Net Üretim (A-B)	2.310.765	2.310.765	2.310.765	2.318.352	2.310.765	2.310.765
Satın Alınan Elektrik (C)	191.798	191.798	191.798	192.427	191.798	191.798
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.502.563	2.502.563	2.502.563	2.510.779	2.502.563	2.502.563
MWh	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.479.036	2.487.175	2.234.863	2.479.036	2.479.036	2.487.175
İç Tüketim (B)	168.270	168.823	151.697	168.270	168.270	168.823
Net Üretim (A-B)	2.310.765	2.318.352	2.083.166	2.310.765	2.310.765	2.318.352
Satın Alınan Elektrik (C)	191.798	192.427	172.906	191.798	191.798	192.427
Elektrik Satışı (A-B+C)	2.502.563	2.510.779	2.256.073	2.502.563	2.502.563	2.510.779
MWh	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Brüt Elektrik Üretimi (A)	2.479.036	2.479.036	2.479.036	2.487.175	2.479.036	2.479.036

bitiş tarihi olan 2058 yılı arasındaki dönem içinse elektrik fiyatlarının USD enflasyon ile artacağı varsayılmıştır.

Sekil 10 Modus Enerji 2023-2045 Elektrik Fiyat Beklentileri

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Modus Enerji beklentileri	121,8	128,8	132,8	131,7	131,6	131,1	129,1	125,9	137,9	133,7

Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Modus Enerji beklentileri	132,1	142,1	145,3	148,9	155,0	155,3	149,4	147,8	141,5	148,5

Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2043	2044	2045
Modus Enerji beklentileri	143,3	154,9	158,5

Sekil 11 Değerlemede Kullanılan Elektrik Fiyat Beklentileri

Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Elektrik fiyat beklentileri	97,4	104,1	125,6	131,7	131,6	131,1	129,1	125,9	137,9	133,7
Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Elektrik fiyat beklentileri	132,1	142,1	145,3	148,9	155,0	155,3	149,4	147,8	141,5	148,5
Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Elektrik fiyat beklentileri	143,3	154,9	158,5	161,7	164,9	168,2	171,6	175,0	178,5	182,1
Elektrik Fiyatı (\$/MWh)	2053	2054	2055	2056	2057	2058				
Elektrik fiyat beklentileri	185,7	189,4	193,2	197,1	201,0	205,0				

Diğer Gelirler

Alçıtaşı ve Kül Geliri

Yakılan kömür sonucu alçıtaşı ve kül ortaya çıkmaktadır. Projeksiyonlarda, satılacak alçıtaşı ve kül miktarının belirlenmesinde 2021 ve 2022 yılları satılan alçıtaşı ve kül miktarı (ton) ortalaması kullanılmış, satış fiyatı ise USD enflasyon ile büyütülerek öngörülmüştür.

Kül ve Alçıtaşı Satışı	2020	2021	2022	1Ç2023	12A2023	2024	2025
Miktar (ton)	75.692	71.809	63.592	32.748	67.700	67.700	67.700
Fiyat (USD/ton)	1,3	5,5	4,5	4,9	4,8	4,9	5,0
Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	101.854	397.766	289.203	158.850	321.742	329.143	336.055
Kül ve Alçıtaşı Satışı	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Miktar (ton)	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700
Fiyat (USD/ton)	5,1	5,2	5,3	5,4	5,5	5,6	5,7
Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	342.776	349.631	356.624	363.756	371.031	378.452	386.021
Kül ve Alçıtaşı Satışı	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Miktar (ton)	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700
Fiyat (USD/ton)	5,8	5,9	6,1	6,2	6,3	6,4	6,5
Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	393.741	401.616	409.649	417.842	426.198	434.722	443.417
Kül ve Alçıtaşı Satışı	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Miktar (ton)	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700
Fiyat (USD/ton)	6,7	6,8	7,0	7,1	7,2	7,4	7,5

Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	452.285	461.331	470.557	479.969	489.568	499.359	509.347
Kül ve Alçıtaşı Satışı	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053
Miktar (ton)	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700
Fiyat (USD/ton)	7,7	7,8	8,0	8,1	8,3	8,5	8,6
Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	519.533	529.924	540.523	551.333	562.360	573.607	585.079
Kül ve Alçıtaşı Satışı	2054	2055	2056	2057	2058		
Miktar (ton)	67.700	67.700	67.700	67.700	67.700		
Fiyat (USD/ton)	8,8	9,0	9,2	9,4	9,5		
Kül ve Alçıtaşı Satışı Geliri (USD)	596.781	608.716	620.891	633.308	645.975		

Şirket'in gelir projeksiyonlarının özeti aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Sekil 12 Yıllar Bazında Gelir Projeksiyonları

(mn \$)	1Ç2023	12A2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Net Satışlar	95	244	263	314	326	326	326	320	312	342
(mn \$)	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
Net Satışlar	336	298	356	364	374	388	389	375	372	354
(mn \$)	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051
Net Satışlar	373	324	391	398	405	414	423	430	439	448
(mn \$)	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058			
Net Satışlar	458	420	475	485	496	504	160			

Satışların Maliyeti

Satışların maliyetini oluşturan ana kalemler ve bu kalemlerin tahminlerinde kullanılan temel varsayımlar aşağıda belirtilmiştir:

Şirket'in satışlarının maliyetini oluşturan ana kalem kömür maliyetidir. Şirket'in yaktığı kömürün kalorifik değeri, santralin verimliliği ve gelecekte üretmesi beklenen elektrik miktarı göz önüne alınarak kullanması gereken kömür miktarı tahmin edilmiştir. Şirket'in projeksiyon döneminde kullanacağı kömürün kalorifik değerinin ve santral verimliliğinin 2021-2022 yılları ortalaması olacağı varsayılmıştır.

Santral verimliliği şirketin ilgili yılda ürettiği brüt elektriğin açığa çıkan enerjiye bölünmesi ile hesaplanmaktadır. Açığa çıkan enerji, kömür miktarının kalorifik değer ile çarpılması ve ilgili dönüşüm faktörleriyle elektrik enerjisine dönüştürülmesi ile hesaplanmaktadır.

Sekil 13 Kömür Kullanımı Varsayımları

Kömür Kullanımı Varsayımları	2020	2021	2022	1Ç2023	12A2023	2024	2025
Kömür Kullanımı (ton)	764.702	948.040	1.072.814	258.511	975.317	977.183	973.985
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.954	5.567	5.851	5.820	5.709	5.709	5.709
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	455.304	527.774	627.703	150.453	556.809	557.874	556.048
Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	5.291.637	6.133.903	7.295.306	1.748.602	6.471.351	6.483.728	6.462.511

Verimlilik (%)	%48	%40	%37	%42	%38	%38	%38
Kömür Kullanımı Varsayımları	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985	977.183
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	5.560.480	5.560.480	5.578.736	5.560.480	5.560.480	5.560.480	5.578.736
Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	6.462.511	6.462.511	6.483.728	6.462.511	6.462.511	6.462.511	6.483.728
Verimlilik (%)	%38	%38	%38	%38	%38	%38	%38
Kömür Kullanımı Varsayımları	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Kömür Kullanımı (ton)	878.052	973.985	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	5.012.799	5.560.480	5.560.480	5.578.736	5.560.480	5.560.480	5.560.480
Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	5.825.984	6.462.511	6.462.511	6.483.728	6.462.511	6.462.511	6.462.511
Verimlilik (%)	%38	%38	%38	%38	%38	%38	%38
Kömür Kullanımı Varsayımları	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Kömür Kullanımı (ton)	977.183	973.985	973.985	878.052	977.183	973.985	973.985
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	5.578.736	5.560.480	5.560.480	5.012.799	5.578.736	5.560.480	5.560.480
Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	6.483.728	6.462.511	6.462.511	5.825.984	6.483.728	6.462.511	6.462.511
Verimlilik (%)	%38	%38	%38	%38	%38	%38	%38
Kömür Kullanımı Varsayımları	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985	977.183	878.052
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	5.560.480	5.578.736	5.560.480	5.560.480	5.560.480	5.578.736	5.012.799
Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	6.462.511	6.483.728	6.462.511	6.462.511	6.462.511	6.483.728	5.825.984
Verimlilik (%)	%38	%38	%38	%38	%38	%38	%38
Kömür Kullanımı Varsayımları	2054	2055	2056	2057	2058		
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	973.985	977.183	973.985	302.455		
Kalorifik Değer (kcal/kg)	5.709	5.709	5.709	5.709	5.709		
Açığa çıkan enerji (mn kcal)	5.560.480	5.560.480	5.578.736	5.560.480	1.726.715		

Dönüşüm Faktörü (kwh>kcal)	860	860	860	860	860
Açığa çıkan enerji (MWh)	6.462.511	6.462.511	6.483.728	6.462.511	2.006.826
Verimlilik (%)	%38	%38	%38	%38	%38

Öngörülen kömür kullanım miktarı tahmini kömür fiyatıyla çarpılarak kömür maliyeti hesaplanmıştır.

Kömür fiyatı hesaplanırken; 2023 yılı kömür fiyatının, Şirket'in 2023 yılı ilk 3 ay ortalama kömür maliyeti olan 177,6 USD/ton olacağı; 2025 yıl sonuna kadar kömür fiyatının USD enflasyon ile artacağı, sonraki yıllarda ise elektrik fiyatına paralel olarak artacağı/azalacağı varsayılmıştır.

Şekil 14 Kömür Maliyeti Projeksiyonu

	2020	2021	2022	1Ç2023	12A2023	2024	2025
Kömür Kullanımı (ton)	764.702	948.040	1.072.814	258.511	975.317	977.183	973.985
Kömür Fiyatı (USD/ton)	68,1	85,9	175,5	177,6	177,6	181,7	185,5
Kömür Maliyeti (mn \$)	52	81	188	46	173	178	181
	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985	977.183
Kömür Fiyatı (USD/ton)	194,4	194,2	193,5	190,5	185,9	203,6	197,4
Kömür Maliyeti (mn \$)	189	189	189	186	181	198	193
	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Kömür Kullanımı (ton)	878.052	973.985	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985
Kömür Fiyatı (USD/ton)	194,9	209,8	214,6	219,8	228,8	229,2	220,6
Kömür Maliyeti (mn \$)	171	204	209	215	223	223	215
	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Kömür Kullanımı (ton)	977.183	973.985	973.985	878.052	977.183	973.985	973.985
Kömür Fiyatı (USD/ton)	218,2	208,9	219,3	211,6	228,7	234,0	238,7
Kömür Maliyeti (mn \$)	213	204	214	186	224	228	232
	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	977.183	973.985	973.985	973.985	977.183	878.052
Kömür Fiyatı (USD/ton)	243,4	248,3	253,3	258,3	263,5	268,8	274,1
Kömür Maliyeti (mn \$)	237	243	247	252	257	263	241
	2054	2055	2056	2057	2058		
Kömür Kullanımı (ton)	973.985	973.985	977.183	973.985	302.455		
Kömür Fiyatı (USD/ton)	279,6	285,2	290,9	296,7	302,7		
Kömür Maliyeti (mn \$)	272	278	284	289	92		

Amortisman ve itfa payları tahmin edilirken maddi ve maddi olmayan duran varlıkların net defter değeri sıfırlanmaya kadar hem satışların maliyetinde hem de genel yönetim giderlerinde her yıl bu tutarlar kadar amortisman giderleri öngörülmüştür. Ayrıca, Şirket'in yapmayı planladığı yatırım harcamaları için de amortisman gideri hesaplanarak projeksiyonlara eklenmiştir.

Şirket; kurulu gücü üzerinden, iletim sistemine verdiği elektrik miktarı üzerinden ve iletim sisteminden çektiği elektrik üzerinden sistem kullanım ve işletim bedelleri ödemektedir. EPDK'nın 29.12.2022 tarihli ve 11532 sayılı Kurul Kararı ile onaylanmış olan 2023 yılı üreticiler ve tüketiciler için İletim Sistemi Sistem Kullanım ve Sistem İşletim tarifleri TL enflasyonla büyütülerek gelecekteki tarifeler öngörülmüştür. Şirket, Elektrik Piyasası ve Sistem Kullanım Yönetmeliği'nin 6.maddesinin 11.fikrasında "Üretim lisansı sahibi iletim sistemine doğrudan bağlı tüzel kişilerin ürettikleri enerjiyi iletim sistemine çıkmadan, işletmesi ve mülkiyeti kendilerine ait şalt sahalarındaki aynı baraya bağlı olan ve sahip olduğu, kiraladığı, finansal kiralama yoluyla edindiği veya işletme hakkını devraldığı tüketim tesislerinin ihtiyacını karşılamak için kullanması durumunda, değişken iletim bedellerinin hesaplanmasında verişe ve/veya çekişe esas enerji verisi tespit edilirken iletim sistemine verilen veya sistemden çekilen elektrik enerjisi esas alınır. Bağlantısı bu fıkra tanımlanan şekilde olan üretim lisansı sahipleri ile TEİAŞ arasında mevcut anlaşmalardaki veriş ve çekişe ilişkin anlaşma güçlerinin toplamının altına düşmeyecek şekilde tek bağlantı ve sistem kullanım anlaşması imzalanır." şeklinde belirttiği üzere, İzdemir Enerji; hissedarları İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş. ve Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye, iletim sistemine vermeden doğrudan bağlantı noktası ile enerji verebilmektedir. Bu bilgiler ışığında, Şirket'in sistem kullanım ve işletim bedeli hesaplamalarında kullanılmak üzere Şirket'ten, 2020-2022 yılları için İzmir Demir Çelik ve Akdemir Çelik enerji tüketimleri temin edilmiştir. Projeksiyon döneminde İzmir Demir Çelik ve Akdemir Çelik'in enerji tüketimlerinin geçmiş ile paralel olacağı varsayılmıştır. Bu duruma istinaden, şirketin veriş yönü sistem kullanım ve işletim bedelleri değişken kısımları, net üretimden İzmir Demir Çelik ve Akdemir Çelik tüketimleri düşülerek hesaplanmıştır. Şirket, duruş dönemlerinden dışardan elektrik alıp İzmir Demir Çelik ve Akdemir Çelik'e ilettiği için çekiş yönünde de sabit sistem kullanım bedeli ödemektedir.

Şirket, duruş dönemlerinde piyasadan elektrik alıp müşterilerine satmaktadır. Duruşlar genellikle Nisan ve Mayıs aylarında gerçekleştiği için, satın alınan elektrik maliyetinde Modus Enerji Danışmanlık'ın Nisan-Mayıs ayı elektrik fiyat tahminleri kullanılmıştır. İhtiyatlı olmak adına, Şirket'in piyasadan aldığı elektriği, aldığı fiyata sattığı varsayılmıştır.

Modus Enerji Nisan-Mayıs Elektrik Fiyatı Tahminleri (USD/MWh)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Satın Alınan Elektrik Fiyatı	98,7	111,3	119,0	112,6	111,6	112,9	110,4	106,3	119,5	132,6

Modus Enerji Nisan-Mayıs Elektrik Fiyatı Tahminleri (USD/MWh)	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042
Satın Alınan Elektrik Fiyatı	131,4	139,2	143,3	147,9	153,8	153,9	150,1	151,3	139,1	153,3

Modus Enerji Nisan-Mayıs Elektrik Fiyatı Tahminleri (USD/MWh)	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Satın Alınan Elektrik Fiyatı	142,4	161,0	160,5	163,8	167,0	170,4	173,8	177,3	180,8	184,4

Modus Enerji Nisan-Mayıs Elektrik Fiyatı Tahminleri (USD/MWh)	2053	2054	2055	2056	2057	2058
Satın Alınan Elektrik Fiyatı	188,1	191,9	195,7	199,6	203,6	207,7

Personel işçilik giderleri ve genel üretim giderleri, TL enflasyon ile büyütülüp dolara çevrilmiştir. Ayrıca, 2020 ve 2021 yıllarında, YEKDEM ile ilgili mevzuat uyarınca YEK tesislerinin desteklenmesi kapsamında EPIAŞ'ın piyasada faaliyet gösteren tedarikçilerden aldığı bedelden dolayı YEKDEM gideri oluşmuştur. İlgili gider 2022 yılında oluşmamış, projeksiyonlarda da tahmin edilmemiştir.

Ayrıca 2022 yılında ve 2023 ilk üç aylık dönemde Azami Uzlaştırma Mekanizması sebebiyle kaynak destekleme bedeli oluşmuştur. 2025 Mart ayına kadar, Şirket'in sattığı elektriği doğrudan Azami Uzlaştırma Fiyatı üzerinden satacağı varsayıldığından, bu gider ilgili yıllarda tahmin edilmemiştir.

Şirket'in Satışların Maliyeti beklentileri kalem ve yıl bazında aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Şekil 15 Yıllar Bazında Satışların Maliyeti Projeksiyonları

Satışların Maliyeti (mn USD)	12A2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Kömür Maliyeti	173,2	177,5	180,7	189,4	189,2	189,1	185,6
Amortisman	3,2	2,4	1,9	1,6	1,4	1,1	0,9
Toplam Sistem Kullanım Gideri	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7	9,8
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	18,9	21,4	22,8	21,6	21,4	21,7	21,2
Personel İşçilik Gideri	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2	6,3	6,4
Genel Üretim Giderleri	9,7	10,4	12,4	12,9	12,9	12,9	12,7
Toplam	219,4	226,4	232,8	240,8	240,5	240,8	236,6

Satışların Maliyeti (mn \$)	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Kömür Maliyeti	181,1	198,3	192,9	171,2	204,4	209,0	214,8
Amortisman	0,8	0,7	0,6	0,5	0,4	0,3	0,3
Toplam Sistem Kullanım Gideri	10,0	10,2	10,5	9,5	10,9	11,1	11,3
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	20,4	22,9	25,5	22,7	26,7	27,5	28,5
Personel İşçilik Gideri	6,5	6,7	6,8	6,9	7,1	7,2	7,3
Genel Üretim Giderleri	12,4	13,6	13,3	11,8	14,1	14,4	14,8
Toplam	231,1	252,3	249,5	222,6	263,4	269,5	277,0

Satışların Maliyeti (mn \$)	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043
Kömür Maliyeti	222,9	223,2	214,9	213,2	203,5	213,6	185,8
Amortisman	0,2	0,2	0,2	37,1	37,1	37,0	37,0
Toplam Sistem Kullanım Gideri	11,5	11,8	12,0	12,3	12,5	12,7	11,6
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	29,5	29,5	28,8	29,1	26,7	29,4	24,6
Personel İşçilik Gideri	7,5	7,6	7,8	7,9	8,1	8,3	8,4
Genel Üretim Giderleri	15,4	15,4	14,8	14,7	14,0	14,8	12,8
Toplam	287,0	287,7	278,5	314,4	301,9	315,7	280,2

Satışların Maliyeti (mn \$)	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050
Kömür Maliyeti	223,5	227,9	232,4	237,1	242,6	246,7	251,6
Amortisman	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	37,0	0,0
Toplam Sistem Kullanım Gideri	13,3	13,5	13,8	14,0	14,4	14,6	14,9
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	31,0	30,8	31,4	32,0	32,8	33,3	34,0
Personel İşçilik Gideri	8,6	8,8	9,0	9,1	9,3	9,5	9,7
Genel Üretim Giderleri	15,5	15,8	16,1	16,4	16,8	17,1	17,4
Toplam	328,9	333,7	339,6	345,7	352,9	358,2	327,6

Satışların Maliyeti (mn \$)	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058
Kömür Maliyeti	256,6	262,6	240,7	272,3	277,8	284,3	289,0	91,5
Amortisman	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Toplam Sistem Kullanım Gideri	15,2	15,6	14,1	16,1	16,5	16,8	17,1	9,7
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	34,7	35,5	32,5	36,8	37,5	38,4	39,1	12,4
Personel İşçilik Gideri	9,9	10,1	10,3	10,5	10,7	10,9	11,1	11,4
Genel Üretim Giderleri	17,7	18,2	16,6	18,8	19,2	19,7	20,0	6,3
Toplam	334,1	341,9	314,3	354,6	361,7	370,1	376,3	131,3

Faaliyet Giderleri

Şirket'in faaliyet giderleri; sigorta, personel, dışarıdan sağlanan personel, bilgi işlem, elektrik iletimi genel giderleri, danışmanlık ve müşavir giderleri ve amortisman giderleri gibi genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır. Sigorta giderleri, şirketin mevcut sigorta poliçelerinin büyük bölümün döviz cinsi olması sebebiyle USD enflasyon ile büyütülmüş, diğer giderler ise TL enflasyon ile büyütülmüştür.

Sekil 16 Faaliyet Giderleri

Genel Yönetim Giderleri (mn \$)	1Ç2023	12A2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Sigorta giderleri	0,19	1,03	1,05	1,08	1,10	1,12	1,14	1,16
Personel giderleri	0,42	1,06	1,08	1,11	1,13	1,15	1,17	1,20
Dışardan sağlanan personel gideri	0,05	0,25	0,25	0,26	0,27	0,27	0,28	0,28
Bilgi işlem gideri	0,00	0,10	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11	0,11
Elektrik iletimi genel giderleri	0,03	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06	0,06
Danışmanlık ve müşavirlik giderleri	0,02	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03	0,03

Diğer*	0,11	0,21	0,21	0,22	0,22	0,23	0,23	0,24
Toplam	0,81	2,73	2,79	2,85	2,91	2,97	3,03	3,09

Genel Yönetim Giderleri (mn \$)	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Sigorta giderleri	1,19	1,21	1,23	1,26	1,28	1,31	1,34	1,36
Personel giderleri	1,22	1,24	1,27	1,29	1,32	1,35	1,37	1,40
Dışardan sağlanan personel gideri	0,29	0,29	0,30	0,31	0,31	0,32	0,32	0,33
Bilgi işlem gideri	0,11	0,12	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13	0,13
Elektrik iletimi genel giderleri	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,07	0,08
Danışmanlık ve müşavirlik giderleri	0,03	0,03	0,03	0,03	0,04	0,04	0,04	0,04
Diğer*	0,24	0,25	0,25	0,26	0,26	0,27	0,27	0,28
Toplam	3,15	3,21	3,28	3,34	3,41	3,48	3,55	3,62

Genel Yönetim Giderleri (mn \$)	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Sigorta giderleri	1,39	1,42	1,45	1,48	1,51	1,54	1,57	1,60
Personel giderleri	1,43	1,46	1,49	1,52	1,55	1,58	1,61	1,64
Dışardan sağlanan personel gideri	0,34	0,34	0,35	0,36	0,37	0,37	0,38	0,39
Bilgi işlem gideri	0,13	0,14	0,14	0,14	0,14	0,15	0,15	0,15
Elektrik iletimi genel giderleri	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,09	0,09
Danışmanlık ve müşavirlik giderleri	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Diğer*	0,28	0,29	0,29	0,30	0,31	0,31	0,32	0,33
Toplam	3,69	3,76	3,84	3,91	3,99	4,07	4,15	4,24

Genel Yönetim Giderleri (mn \$)	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053
Sigorta giderleri	1,63	1,66	1,70	1,73	1,76	1,80	1,84	1,87
Personel giderleri	1,67	1,71	1,74	1,78	1,81	1,85	1,89	1,92
Dışardan sağlanan personel gideri	0,40	0,40	0,41	0,42	0,43	0,44	0,45	0,45
Bilgi işlem gideri	0,16	0,16	0,16	0,17	0,17	0,17	0,18	0,18
Elektrik iletimi genel giderleri	0,09	0,09	0,09	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Danışmanlık ve müşavirlik giderleri	0,04	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05
Diğer*	0,33	0,34	0,35	0,35	0,36	0,37	0,37	0,38
Toplam	4,32	4,41	4,50	4,59	4,68	4,77	4,87	4,96

Genel Yönetim Giderleri (mn \$)	2054	2055	2056	2057	2058
Sigorta giderleri	1,91	1,95	1,99	2,03	2,07
Personel giderleri	1,96	2,00	2,04	2,08	2,12
Dışardan sağlanan personel gideri	0,46	0,47	0,48	0,49	0,50
Bilgi işlem gideri	0,18	0,19	0,19	0,19	0,20
Elektrik iletimi genel giderleri	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11
Danışmanlık ve müşavirlik giderleri	0,05	0,05	0,05	0,06	0,06
Diğer*	0,39	0,40	0,40	0,41	0,42
Toplam	5,06	5,16	5,27	5,37	5,48

*Amortisman giderlerini de içermektedir.

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler/Giderler

Esas faaliyetlerden diğer gelirler; gecikme bedeli, dengeden sorumlu grup tasarrufu geliri, hurda satışları, reeskont gelirleri, yansıtılan enerji satış masrafları, esas faaliyete ilişkin kur farklı geliri (net), konusu kalmayan karşılıklar, vade farkı geliri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır. İhtiyatlı olmak adına, projeksiyonlarda bu kalemler tahmin edilmemiştir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler; hammadde satış zararı, esas faaliyete ilişkin kur farkı gideri(net), reeskont giderleri, enerji satış masrafları, stok değer düşüklüğü ve diğer giderlerden oluşmaktadır. İhtiyatlı olmak adına, projeksiyonlarda bu kalemler tahmin edilmemiştir.

Net İşletme Sermayesi (NİS)

Şirket'in net işletme sermayesi kalemlerinin projeksiyonları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Projeksiyon dönemi için net işletme sermayesi hesaplanırken, nakit ve nakit benzerleri hariç dönen varlıklar ile banka kredileri hariç kısa vadeli yükümlülükler kalemlerinin gün sayıları hesaplanmış, sonrasında Şirket'in 2021 ve 2022 gün sayıları üzerinden ortalama nakit döngüsü gün sayısı bulunmuştur. Sonrasında bu nakit dönemi gün sayısı kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca net işletme sermayesi hesaplanmıştır. Net İşletme Sermayesinin net satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca yaklaşık %8 olacağı varsayılmıştır.

Şekil 17 İşletme Sermayesi Hesabı

İşletme Sermayesi (mn \$)	1Ç2023	12A2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ticari Alacaklar	0,9	2,1	2,2	2,7	2,8	2,8	2,8	2,7
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stoklar	35,2	34,7	35,7	36,8	38,1	38,0	38,0	37,4
Peşin Ödenmiş Giderler (kısa vadeli)	0,8	2,2	2,4	2,9	3,0	3,0	3,0	2,9
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler (uzun vadeli)	2,5	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6
Ticari Borçlar	(1,2)	(1,6)	(1,7)	(1,7)	(1,8)	(1,8)	(1,8)	(1,8)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(0,9)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)
Diğer Borçlar	(0,1)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	(18,0)	(12,1)	(12,5)	(12,9)	(13,3)	(13,3)	(13,3)	(13,1)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(1,2)	(2,3)	(2,4)	(2,5)	(2,6)	(2,5)	(2,5)	(2,5)
Net İşletme Sermayesi	18,0	22,8	23,7	25,3	26,2	26,1	26,1	25,7
Net İşletme Sermayesi Değişimi	m.d.	4,8	0,9	1,6	0,9	(0,0)	(0,0)	(0,4)
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	19%	9%	9%	8%	8%	8%	8%	8%

İşletme Sermayesi (mn \$)	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
Ticari Alacaklar	2,7	2,9	2,9	2,5	3,0	3,1	3,2	3,3
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stoklar	36,6	39,9	39,4	35,2	41,7	42,6	43,7	45,4
Peşin Ödenmiş Giderler (kısa vadeli)	2,8	3,1	3,0	2,7	3,2	3,3	3,4	3,5

Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler (uzun vadeli)	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
Ticari Borçlar	(1,7)	(1,9)	(1,9)	(1,7)	(2,0)	(2,0)	(2,1)	(2,2)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,6)	(0,7)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Diğer Borçlar	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	(12,8)	(13,9)	(13,7)	(12,3)	(14,5)	(14,9)	(15,3)	(15,8)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(2,5)	(2,7)	(2,6)	(2,4)	(2,8)	(2,9)	(2,9)	(3,0)
Net İşletme Sermayesi	25,1	27,4	27,0	24,1	28,6	29,3	30,0	31,2
Net İşletme Sermayesi Değişimi	(0,6)	2,3	(0,4)	(2,9)	4,5	0,7	0,7	1,2
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%

İşletme Sermayesi (mn \$)	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Ticari Alacaklar	3,3	3,2	3,2	3,0	3,2	2,8	3,3	3,4
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stoklar	45,5	44,0	49,6	47,8	49,9	44,3	51,9	52,8
Peşin Ödenmiş Giderler (kısa vadeli)	3,5	3,4	3,4	3,2	3,4	2,9	3,5	3,6
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler (uzun vadeli)	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7
Ticari Borçlar	(2,2)	(2,1)	(2,4)	(2,3)	(2,4)	(2,1)	(2,5)	(2,5)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(0,7)	(0,7)	(0,8)	(0,8)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	(0,8)
Diğer Borçlar	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	(15,9)	(15,4)	(17,3)	(16,7)	(17,4)	(15,5)	(18,1)	(18,4)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(3,1)	(3,0)	(3,3)	(3,2)	(3,3)	(3,0)	(3,5)	(3,5)
Net İşletme Sermayesi	31,2	30,2	33,0	31,7	33,2	29,4	34,6	35,2
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0,1	(1,0)	2,8	(1,3)	1,5	(3,9)	5,2	0,6
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	9%

İşletme Sermayesi (mn \$)	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053
Ticari Alacaklar	3,5	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	3,6
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stoklar	53,7	54,7	55,7	56,6	51,8	52,8	53,9	49,7
Peşin Ödenmiş Giderler (kısa vadeli)	3,7	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	3,8
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler (uzun vadeli)	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7
Ticari Borçlar	(2,5)	(2,6)	(2,6)	(2,7)	(2,5)	(2,5)	(2,6)	(2,4)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(0,8)	(0,8)	(0,9)	(0,8)

Diğer Borçlar	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	(18,7)	(19,1)	(19,4)	(19,8)	(18,1)	(18,4)	(18,8)	(17,3)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(3,6)	(3,7)	(3,7)	(3,8)	(3,5)	(3,5)	(3,6)	(3,3)
Net İşletme Sermayesi	35,8	36,5	37,2	37,8	35,5	36,2	36,9	34,0
Net İşletme Sermayesi Değişimi	0,6	0,7	0,7	0,7	(2,3)	0,7	0,7	(2,9)
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	9%	9%	9%	9%	8%	8%	8%	8%

İşletme Sermayesi (mn \$)	2054	2055	2056	2057	2058
Ticari Alacaklar	4,1	4,1	4,2	4,3	3,2
Diğer Alacaklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stoklar	56,1	57,2	58,4	59,5	48,9
Peşin Ödenmiş Giderler (kısa vadeli)	4,3	4,4	4,5	4,6	3,4
Diğer Dönen Varlıklar	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Peşin Ödenmiş Giderler (uzun vadeli)	0,8	0,8	0,9	0,9	0,6
Ticari Borçlar	(2,7)	(2,7)	(2,8)	(2,8)	(2,3)
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	(0,9)	(0,9)	(0,9)	(1,0)	(0,8)
Diğer Borçlar	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)	(0,0)
Müşteri Sözleşmelerinden Doğan Yükümlülükler	(19,6)	(20,0)	(20,4)	(20,8)	(17,1)
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	(3,8)	(3,8)	(3,9)	(4,0)	(3,3)
Net İşletme Sermayesi	38,4	39,2	40,0	40,8	32,8
Net İşletme Sermayesi Değişimi	4,4	0,8	0,8	0,8	(8,0)
Net İşletme Sermayesi / Net Satışlar	8%	8%	8%	8%	20%

Yatırım Harcamaları

Şirket'in 2024 yılı başında devreye alınması öngörülen 75,1 MWe kapasiteli bir GES yatırımı bulunmaktadır. Bu yatırım için öngörülen toplam bedel **\$68.580.471**'dir. Değerleme çalışması kapsamında söz konusu yatırım 10 sene faydalı ömür üzerinden amortismanına tabi tutulmuştur. GES yatırımı için öngörülen yatırım tutarı (nakit çıkışı) ve bu santral devreye girdikten sonra yaratılması öngörülen net nakit akışları kullanılarak bu yatırımın projeksiyon dönemi boyunca Şirket için oluşturacağı nakit akışları hesaplanmış, sonrasında bu nakit akışları Şirket için öngörülen özsermaye maliyeti kullanılarak indirgenmiştir. Oluşan GES değeri Şirket'in mevcut nakit akımlarından gelen İNA değerine eklenerek, Şirket'in toplam İNA değerine ulaşılmıştır. (Söz konusu hesaplamalar, Fiyat Tespit Raporu'nun "İNA Analizi Sonucu" kısmında açıklanmıştır.)

Ayrıca Şirket'in, santralin devreye girişinin 25. yılı olan 2039'da MW başına 1 milyon dolar genel bakım yatırımı yapacağı öngörülmüştür. Gerekli yatırım bedeli 370 milyon dolardır. Yine bu yatırım da, 10 senelik faydalı ömür üzerinden amortismanına tabi tutulmuştur.

Ağırlıklandırılmış Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.29 maddesi uyarınca tahmini nakit akışlarını indirgemek için kullanılan oranın, hem paranın zaman değerini hem de varlığın nakit akış türüyle ve gelecekteki faaliyetleriyle ilgili riskleri yansıtması gerekli görülmektedir. Bu kapsamda değerlendirme kapsamında UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nin 50.30 maddesinin b bendinde belirtilen ve işletme değerlemelerinde yaygın olarak kullanılan AOSM yöntemi kullanılmıştır.

Risksiz Getiri Oranı

Risksiz getiri oranı olarak itfa tarihi 11.05.2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123CM05) 14.07.2023 tarihi itibarıyla alış/satış ortalama faiz getirisi olan %8,79 dikkate alınmış ve projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının sabit kalacağı varsayılmıştır.

Beta

Şirket'in güncel borç/(öz kaynaklar+borç) oranı olan %11'in projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır. Şirket'in kaldıraçsız betasının ise projeksiyon dönemi boyunca, Aswath Damodaran tarafından gelişmekte olan ülkelerin enerji sektörleri için öngörülen kaldıraçsız beta rakamı olan 0,72 olacağı varsayılmıştır.

Risk Primi

Projeksiyon dönemi boyunca hisse senedi risk primi %5,50 ve Şirket Spesifik Risk Primi %1,00 olarak sabit tutulmuştur.

Borçlanma Maliyeti

Vergi öncesi borçlanma maliyeti itfa tarihi 11.05.2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123CM05) 14.07.2023 tarihi itibarıyla alış/satış ortalama faiz getirisi olan %8,79 değerine ihtiyatlılık adına %5,00 borçlanma maliyeti eklenerek %13,79 olarak öngörülmüş ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.

Vergi Oranı

15/7/2023 tarihli ve 32249 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7456 sayılı Kanun ile kurumlar vergisi oranı 2023 yılından itibaren uygulanmak üzere %25'e yükseltilmiştir. Buna ek olarak, Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %20'nin üzerinde olacağından, halka arz döneminden başlayarak beş hesap dönemi boyunca, Şirket kurumlar vergisi oranından %2 puan indirimden faydalanacaktır. Ayrıca 22 Ocak 2022 tarihli ve 31727 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan 7351 sayılı Kanun ile ihracat yapan kurumların münhasıran ihracattan elde ettikleri kazançlarına ve sanayi sicil belgesini haiz ve fiilen üretim faaliyetiyle işgal eden kurumların münhasıran üretim faaliyetinden elde ettikleri kazançlarına, kurumlar vergisi oranı 1 puan indirimli uygulanmasına imkan getirilmiştir. Bu sebeple, Şirket'in kurumlar vergisi oranının 2023-2027 arası %22, 2028 sonrasında ise %24 olacağı varsayılmıştır.

AOSM

Şekil 18 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması

	2023	2024	2025	2026	2027	2028*
Risksiz Getiri Oranı	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%	8,8%
Hisse Senedi Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Borç/(Borç+Özkaynaklar)	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Kaldıraçlı Beta	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79	0,79
Şirket Risk Primi	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Efektif Vergi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	24,0%
Sermaye Maliyeti	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%	14,1%
Borç Maliyeti (Vergi Öncesi)	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%	13,8%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,5%
AOSM	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,73%

* AOSM, 2028 yılından projeksiyon döneminin sonuna kadar %13,73 olarak sabit kalmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Genel olarak:

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişiklik yaşanmayacağı

-Karşılaşılabilecek olası risklerin Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği

varsayılmıştır.

İNA yöntemi Şirket'in öngörütleri baz alınarak, birçok varsayımsal parametreye bağlı olarak yapıldığından, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyon ve varsayımların farklılaşması halinde özsermaye değeri ve pay başına değer değişebilir.

Aşağıdaki tabloda firmanın serbest nakit akımları projekte edilmektedir. Projeksiyonlar Santralin lisans süresini kapsamı adına 2058 yılına kadar yapılmıştır. Bu sebeple nihai değer hesaplaması yapılmamıştır.

Şekil 19 İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

(mn \$)	9A2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Net Satışlar	149,3	263,2	313,5	326,3	325,7	325,9	319,8	311,7
<i>Yıllık Büyüme</i>	m.d.	7,6%	19,1%	4,1%	(0,2%)	0,0%	(1,9%)	(2,5%)
FAVÖK	14,0	36,4	79,8	84,2	83,7	83,3	81,1	78,3
<i>FAVÖK Marjı %</i>	9,3%	13,8%	25,5%	25,8%	25,7%	25,6%	25,4%	25,1%
FVÖK	11,7	77,8	82,5	82,3	82,1	80,1	77,5	86,5
<i>FVÖK Marjı</i>	7,9%	12,9%	24,8%	25,3%	25,3%	25,2%	25,1%	24,8%

Vergi Oranı	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	9,1	26,5	60,7	64,4	64,2	62,4	60,9	58,9
Amortisman	2,2	2,4	2,0	1,7	1,4	1,2	1,0	0,8
NİS Değişimi	(4,8)	(0,9)	(1,6)	(0,9)	0,0	0,0	0,4	0,6
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımı (SNA)	6,5	28,0	61,1	65,2	65,7	63,6	62,3	60,3
İndirgeme Oranı (AOSM)	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,73%	13,73%	13,73%
İndirgeme Faktörü	0,95	0,85	0,75	0,66	0,58	0,51	0,45	0,39
İndirgenmiş SNA Değeri	6,2	23,9	45,7	42,9	38,0	32,3	27,8	23,7

(mn USD)	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Net Satışlar	341,9	335,9	298,2	355,5	363,7	374,1	388,1	388,7
<i>Yıllık Büyüme</i>	9,7%	(1,8%)	(11,2%)	19,2%	2,3%	2,8%	3,7%	0,2%
FAVÖK	87,2	83,7	72,8	89,1	91,2	93,8	97,8	97,5
<i>FAVÖK Marjı %</i>	25,5%	24,9%	24,4%	25,1%	25,1%	25,1%	25,2%	25,1%
FVÖK	86,5	83,1	72,3	88,7	90,8	93,5	97,5	97,3
<i>FVÖK Marjı</i>	25,3%	24,7%	24,2%	24,9%	25,0%	25,0%	25,1%	25,0%
Vergi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	65,7	63,1	54,9	67,4	69,0	71,1	74,1	73,9
Amortisman	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
NİS Değişimi	(2,3)	0,4	2,9	(4,5)	(0,7)	(0,7)	(1,2)	(0,1)
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımı (SNA)	64,1	64,2	58,3	63,4	68,7	70,7	73,2	74,1
İndirgeme Oranı (AOSM)	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%
İndirgeme Faktörü	0,35	0,30	0,27	0,23	0,21	0,18	0,16	0,14
İndirgenmiş SNA Değeri	22,1	19,5	15,6	14,9	14,2	12,8	11,7	10,4

(mn USD)	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Net Satışlar	374,6	372,2	354,2	373,1	323,7	390,7	397,5	405,5
<i>Yıllık Büyüme</i>	(3,6%)	(0,6%)	(4,8%)	5,3%	(13,2%)	20,7%	1,8%	2,0%
FAVÖK	92,6	91,1	85,6	90,4	76,5	94,7	96,7	98,6
<i>FAVÖK Marjı %</i>	24,7%	24,5%	24,2%	24,2%	23,6%	24,3%	24,3%	24,3%
FVÖK	92,3	53,9	48,4	53,3	39,4	57,7	59,6	61,5
<i>FVÖK Marjı</i>	24,7%	14,5%	13,7%	14,3%	12,2%	14,8%	15,0%	15,2%
Vergi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	70,2	41,0	36,8	40,5	29,9	43,8	45,3	46,7

Amortisman	0,2	37,2	37,2	37,1	37,1	37,1	37,1	37,1
NİS Değişimi	1,0	(2,8)	1,3	(1,5)	3,9	(5,2)	(0,6)	(0,6)
Yatırım Harcamaları	(370,0)	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımı (SNA)	(298,5)	75,4	75,2	76,1	70,9	75,7	81,7	83,2
İndirgeme Oranı (AOSM)	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%
İndirgeme Faktörü	0,12	0,11	0,10	0,08	0,07	0,06	0,06	0,05
İndirgenmiş SNA Değeri	(36,9)	8,2	7,2	6,4	5,2	4,9	4,7	4,2

(mn USD)	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054
Net Satışlar	413,6	423,2	430,3	438,9	447,7	458,1	420,0	475,1
<i>Yıllık Büyüme</i>	2,0%	2,3%	1,7%	2,0%	2,0%	2,3%	(8,3%)	13,1%
FAVÖK	100,6	103,0	104,6	106,7	108,9	111,4	100,8	115,5
<i>FAVÖK Marjı %</i>	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,3%	24,0%	24,3%
FVÖK	63,5	65,9	67,5	106,6	108,8	111,4	100,7	115,4
<i>FVÖK Marjı</i>	15,3%	15,6%	15,7%	24,3%	24,3%	24,3%	24,0%	24,3%
Vergi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	48,2	50,1	51,3	81,0	82,7	84,6	76,6	87,7
Amortisman	37,1	37,1	37,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
NİS Değişimi	(0,7)	(0,7)	(0,7)	2,3	(0,7)	(0,7)	2,9	(4,4)
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-	-	-	-	-
Serbest Nakit Akımı (SNA)	84,7	86,5	87,7	83,5	82,0	84,0	79,6	83,4
İndirgeme Oranı (AOSM)	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%
İndirgeme Faktörü	0,04	0,04	0,03	0,03	0,03	0,02	0,02	0,02
İndirgenmiş SNA Değeri	3,7	3,4	3,0	2,5	2,2	1,9	1,6	1,5

(mn USD)	2055	2056	2057	2058
Net Satışlar	484,6	495,9	504,2	160,1
<i>Yıllık Büyüme</i>	2,0%	2,3%	1,7%	(68,2%)
FAVÖK	117,8	120,6	122,6	23,4
<i>FAVÖK Marjı %</i>	24,3%	24,3%	24,3%	14,6%
FVÖK	117,7	120,5	122,5	23,3
<i>FVÖK Marjı</i>	24,3%	24,3%	24,3%	14,6%
Vergi Oranı	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Net Faaliyet Karı Eksi Düzeltilmiş Vergi	89,5	91,6	93,1	17,7
Amortisman	0,1	0,1	0,1	0,1
NİS Değişimi	(0,8)	(0,8)	(0,8)	8,0
Yatırım Harcamaları	-	-	-	-

Serbest Nakit Akımı (SNA)	88,8	90,9	92,4	25,8
İndirgeme Oranı (AOSM)	13,73%	13,73%	13,73%	13,73%
İndirgeme Faktörü	0,02	0,01	0,01	0,01
İndirgenmiş SNA Değeri	1,4	1,3	1,1	0,3

İNA yöntemi uygulanırken Şirket'in nakit akımlarının yıl ortalarında oluştuğu varsayılmıştır.

FAVÖK marjının 2023 yılının son 9 ayı ve 2024 yıllarında sırasıyla %9,3 ve %13,8 sonraki yıllarda ise %25 civarlarında öngörülmesinin sebebi; 2023 ve 2024 yıllarında "Azami Uzlaştırma Fiyatı (AUF) Mekanizması"nın devam edeceği varsayımdır. AUF Mekanizması sonra erdikten sonra Şirket'in FAVÖK marjının geçmiş dönem performansı ile paralel şekilde %25 civarında gerçekleşeceği varsayılmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca AOSM ile indirgenmiş nakit akımları üzerinden Şirket'in 31.03.2023 tarihindeki İNA işletme değeri **\$389.526.930** olarak bulunmuştur. Bu değer üzerine, yapım aşamasında olan ve Şirket'in 2024 yılı başında devreye almayı öngördüğü 75,1 MWe kurulu güce sahip GES'in hesaplanan değeri olan **\$41.977.489** eklenerek Şirket'in 31.03.2023 tarihindeki toplam İNA işletme değeri **\$431.504.419** bulunmuştur.

Bu işletme değerinden net finansal borç tutarı çıkartılarak firmanın 31.03.2023 tarihindeki özsermaye değeri **\$425.216.759** olarak hesaplanmıştır. 31.03.2023 tarihli özsermaye değerinin, fiyat tespit raporu ve aynı zamanda da değerlendirme tarihi olan 15.07.2023 tarihindeki karşılığı, 2023 yılı için öngörülen özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmıştır. 15.07.2023 tarihindeki Şirket özsermaye değeri **\$442.003.019** ve işletme değeri **\$448.290.678**'tür.

Sekil 20 İndirgenmiş Nakit Akımı Özet Tablosu

İNA İşletme Değeri (\$)	389.526.930
Yeni GES İşletme Değeri (\$)	41.977.489
Toplam İNA İşletme Değeri (\$)	431.504.419
Nakit ve nakit benzerleri	10.742.760
Toplam finansal borç (-)*	17.030.420
Net Finansal Borç Tutarı (-)	6.287.660
İNA Özsermaye Değeri	425.216.759
Değerleme Tarihi Değerleme Faktörü	1,04
Değerleme Tarihi Özsermaye Değeri	442.003.019
Değerleme Tarihi İşletme Değeri	448.290.678

* Toplam finansal borçlara; kısa vadeli borçlanmalar, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları ve uzun vadeli borçlanmalar dahil edilmiştir.

Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi

Borsada işlem gören ve Şirket ile benzer alanlarda faaliyet gösteren diğer şirketlerle karşılaştırma yapılarak İşletme Değeri bulunabilmesi için Borsadaki Kılavuz Emsaller Yöntemi kullanılmıştır. Bu yöntem kapsamında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösteren şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanları analiz edilmiştir. Bu yöntem etkin işleyen spekülasyonun yapılmadığı durumlarda payların rayiç değerlerinin ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

UDS 104 Değer Esasları'nın "UDS Tanımlı Değer Esası – Pazar Değeri" başlığının altında yer alan madde 30.6 uyarınca değerlendirilmesi yapılan varlık için mevcut verilere ve pazarla ilişkili koşullara göre en geçerli ve en uygun değerlendirme yönteminin veya yöntemlerinin tespit edilmesi gerekmektedir.

Bu doğrultuda Pazar Yaklaşımı kapsamında mevcut şartlar dikkate alındığında bu değerlendirme için en geçerli ve en uygun yöntem olduğu düşünülen, yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilen İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için bu yöntemin doğruluğuna ve güvenilirliğine yüksek seviyede itimat edilerek Pazar Yaklaşımı kapsamında tek yöntem olarak kullanılmıştır.

İD/FAVÖK oranı işletme değerinin FAVÖK rakamına oranlanması neticesinde elde edilir. FAVÖK ise, Esas Faaliyet Karı (şirketin faaliyetlerinden elde ettiği kar) ile ilgili dönemde Satışlar'dan Esas Faaliyet Karı'na ulaşıırken düşülen amortisman ve itfa bedellerinin toplamıdır. Bu yöntem ile İşletme Değeri, Şirket'in ilgili yıla ait FAVÖK rakamının, aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık diğer şirketlerin İD/FAVÖK oranları ortalamaları ile çarpılması sonucunda elde edilir.

İD/FAVÖK oranı hesaplaması kapsamında mevcut durumun yansıtılabilmesi için Şirket'in ve benzer olarak seçilen şirketlerin en son açıklanan finansal tablolarındaki veriler dikkate alınmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Şirket'in halka arzdan sonra yer alacağı düşünülen Borsa İstanbul'da işlem gören enerji üretim faaliyetleri bulunan şirketler incelenmiştir.

Sekil 21 BIST Şirketleri Tanımları

Şirket İsmi	Açıklama
Çan2 Termik A.Ş.	Çan2 Termik A.Ş. yerli kömüre dayalı elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir. Çan2 Termik A.Ş.'nin Çanakkale ili Çan ilçesinde 340 MWm/330 MWe kurulu gücünde üretim tesisi bulunmaktadır.
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı faaliyetlerinde bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, Capital IQ ve Rasyonet

Şekil 22 Yurt İçi Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	İşletme Değeri (mn \$)	FVÖK (mn \$)	FAVÖK (mn \$)	Net Satışlar (mn \$)	Net Kar (mn \$)
Çan2 Termik A.Ş.	679	760	84	87	326	95
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	1.843	2.051	291	362	2.769	247

Kaynak: Şirketlerin web siteleri, Capital IQ ve Rasyonet

Piyasa değerleri ilgili şirketlerin hisse fiyatı ile hisse adetlerinin çarpılması ile hesaplanmakta olup, piyasa değerlerine şirketlerdeki net finansal borçların eklenmesi ile işletme değerleri bulunmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Capital IQ veri tabanı ve kamuya açık olan kaynaklardan edilen bilgiler üzerinden yapılan incelemeler sonucunda yurtdışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen şirketlerin listesi aşağıda verilmektedir.

Şekil 23 Yurt Dışı Benzer Şirket Tanımları

Şirket İsmi	Açıklama
Zespól Elektrowni Patnów-Adamów-Konin S.A.	ZE PAK SA, Polonya'da elektrik ve ısı üretir ve satar. Şirket, konvansiyonel kaynaklardan; biyokütle ve kömürün yakılması ve birlikte yakılması yoluyla ve ayrıca linyit enerji santralleri aracılığıyla enerji üretmektedir. Ayrıca inşaat ve montaj işleri, bakım işleri, hizmetler, imalat ve ticari faaliyetlerde bulunmaktadır. Şirket 1958 yılında kurulmuştur ve merkezi Konin, Polonya'dadır. ZE PAK SA, Argumenol Investment Company Limited'in bir yan kuruluşudur.
TAQA Morocco S.A.	TAQA Morocco S.A., Fas'ta elektrik üretmekte ve tedarik etmektedir. Şirket, toplam kapasitesi 2.056 megavat olan 6 adet kömürlü termik santral işletmektedir. Şirket 1997 yılında kurulmuştur ve merkezi El Jadida, Fas'ta bulunmaktadır.
China Resources Power Holdings Company Limited	Bir yatırım holding şirketi olan China Resources Power Holdings Company Limited, Çin Halk Cumhuriyeti'ndeki elektrik santrallerine ve kömür madenlerine yatırım yapmaktadır, bunları geliştirmekte, işletmekte ve yönetmektedir. Şirket, Termik Güç ve Yenilenebilir Enerji olmak üzere iki segmentte faaliyet göstermektedir. Kömür ve gazla çalışan enerji santralleri, rüzgar çiftlikleri, fotovoltaik enerji santralleri, hidroelektrik santralleri ve diğer temiz ve yenilenebilir enerji projelerini işletir ve yönetir. 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla şirketin toplam atfedilebilir operasyonel üretim kapasitesi 52.581 MW olan 42 kömürlü termik santral, 159 rüzgar santrali, 38 fotovoltaik elektrik santrali, 2 hidroelektrik santrali ve 5 gaz yakıtlı santrali bulunmaktadır. Ayrıca kömür madenciliği ve pazarlama faaliyetlerinde bulunmakta; kombine ısı ve elektrik üretimi, kömür-elektrik entegrasyonu ve diğer projeleri üstlenmektedir.
Electric Power Development Co., Ltd.	Electric Power Development Co., Ltd., Japonya'da hidroelektrik ve termik enerjinin toptan satışını yapmaktadır. Şirket, Elektrik Enerjisi İşi, Denizsızı Ticaret, Elektrik Enerjisi ile İlgili İşler ve Diğer İş bölümleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Aynı zamanda odun yakıtı ve diğer biyokütle yakıtları üretir; ve elektrik üretir ve iletir. Ayrıca şirket, kömüre yatırım yapmakta, ithal etmekte, taşımakta ve satmaktadır; uçucu kül satar; kesilen ormanı temin eder; gübre üretir ve satar; aktif kok sunar; refah, odun peleti üretimi ve nükleer enerji santralleri işletir; telekomünikasyon tesislerini ve atık yakıtlı enerji üretim tesislerini işletir ve bakımını yapar; ve elektronik ve iletişim tesisleri inşa eder ve bakımını yapar. Ayrıca, termik santraller için kömürün okyanus taşımacılığı ile uğraşmaktadır; çevre korumanın araştırılması, planlanması ve geliştirilmesi; tesis bakımı ve iş süreci dış kaynak kullanımı faaliyetleri; bilgisayar yazılımının geliştirilmesi; ve kül ve uçucu külün okyanus taşımacılığı yapmaktadır. Ayrıca, şirket inşaat mühendisliği ve inşaat yönetimi ve hizmetleri sunmaktadır; ve atmosferik ve su kirletici madde giderme ekipmanı için mühendislik hizmetleri sunmaktadır. Ayrıca, danışmanlık işinde yer almaktadır. Şirketin toplam kapasitesi 8.560 MW olan 60 adet hidroelektrik santrali bulunmaktadır; Toplam kapasitesi 9.200 MW olan 13 adet termik üretim tesisi; Toplam kapasitesi 500 MW olan 21 rüzgar enerjisi tesisi; Toplam kapasitesi 23 MW olan 1 adet jeotermal tesis; 2.410,1 kilometrelik enerji nakil hattı, 9 adet trafo merkezi ve konvertör

	istasyonunun yanı sıra Tayland, Amerika Birleşik Devletleri, Çin ve uluslararası olmak üzere toplam 6.523 MW kapasiteli 33 adet elektrik üretim tesisi işletmektedir.
AGL Energy Limited	AGL Energy Limited, Avustralya'daki konut, küçük ve büyük işletmeler ve toptan satış müşterilerine enerji ve diğer hizmetleri sağlamaktadır. Şirket, üç segmentte faaliyet göstermektedir: Müşteri Pazarları, Entegre Enerji ve Yatırımlar. Şirket, kömür ve gaz yakıtlı üretim, termik, hidro, rüzgar, pil ve güneş enerjisi santralleri ile elektrik üretimi; gaz depolama faaliyetleri; ve elektrik, gaz, geniş bant/mobil/ses, güneş ve enerji verimliliği ürün ve hizmetlerinin perakende satışını yapmaktadır. 10.330 megavatlık elektrik üretim portföyünü işletmektedir: Yeni Güney Galler'deki Newcastle gaz depolama tesisi; Queensland'deki Silver Springs yeraltı gaz depolama tesisi; Yeni Güney Galler'deki Camden'deki doğal gaz üretim varlıkları; ve Kuzey Queensland gaz varlıkları. Şirket, 4,2 milyon müşteri hesabına hizmet vermektedir.
Datang International Power Generation Co., Ltd.	Datang International Power Generation Co., Ltd., iştirakleri ile birlikte Çin Halk Cumhuriyeti'nde enerji üretimi ve enerji santrali geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket, Güç ve Isı Üretimi, Kömür ve Diğer segmentlerde faaliyet göstermektedir. Kömür yakıtlı, termal, hidro, rüzgar, nükleer ve güneş gibi çeşitli kaynaklardan elektrik üretir. 31 Aralık 2021 itibarıyla şirket, 68.770,03 MW kurulu gücü yönetmiştir. Aynı zamanda ısı temini ile de ilgilenir; enerji ile ilgili yakıtın ithalatı; kömür madenciliği ve ticareti; silikon ve alüminyum eritme; alümina üretimi ve satışı; kargo nakliyesi; kömür külü satışı ve katı atık entegre uygulaması; santral inşaatı ve işletmesi; güç ekipmanının onarımı ve test edilmesi; araştırma ve geliştirme faaliyetleri; ve güçle ilgili teknik hizmetlerin sağlanması ile faaliyet gösterir. Şirket daha önce Beijing Datang Power Generation Co., Ltd olarak biliniyordu ve Nisan 2004'te adını Datang International Power Generation Co., Ltd. olarak değiştirmiştir.
Semirara Mining and Power Corporation	Semirara Mining and Power Corporation, Filipinler'de termal kömür çıkarma ve enerji üretimi ile uğraşmaktadır. Kömür ve Enerji segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Şirket, Antique'deki Semirara, Sibay ve Caluya adalarında bulunan çeşitli kömür kaynaklarında hisse sahibidir. Enerji santrallerinde, çimento fabrikalarında, kağıt fabrikalarında, tekstil boya fabrikalarında, konserve fabrikalarında, gıda fabrikalarında, şeker fabrikalarında ve gübre fabrikalarında kullanılmak üzere alt bitümlü kömür araştırmaktadır. Şirket ayrıca kömürünü Brunei, Kamboçya, Çin, Hindistan, Tayland ve Güney Kore'ye ihraç etmektedir. Ayrıca, Calaca, Batangas'ta iki adet 300 MW'lık ve iki adet 150 MW'lık kömür yakıtlı elektrik santrali işletmektedir. Şirket daha önce Semirara Mining Corporation olarak biliniyordu ve adını Ağustos 2014'te Semirara Mining and Power Corporation olarak değiştirmiştir.
Malakoff Corporation Berhad	Bir yatırım holding şirketi olan Malakoff Corporation Berhad, Malezya, Endonezya ve Orta Doğu'da bağımsız bir enerji üreticisi ve çevre yönetim şirketi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, Enerji Üretimi, Atık Yönetimi ve Çevre Hizmetleri segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Bir kombine çevrim elektrik santralinin tasarımı, inşası, işletilmesi ve bakımı ile uğraşır; elektrik enerjisi üretimi ve satışı; kömür yakıtlı elektrik üretim tesislerinin ve su tuzdan arındırma tesislerinin tasarımı, mühendisliği, tedariki, inşaatı, kurulumu ve devreye alınması, test edilmesi, işletilmesi ve bakımı; ve arazi ıslahı ve ıslah edilmiş arazinin geliştirilmesi ve/veya satışı ile uğraşır. Şirket ayrıca bir elektrik dağıtım sistemi ve soğuk su tesisi sistemine sahiptir, inşa eder ve işletir; mühendislik ve proje yönetimi hizmetleri ile enerji santrallerine bakım, onarım, revizyon ve diğer hizmetleri sunmaktadır. Ayrıca varlık, mülk, yatırım ve fikri mülkiyet işleriyle uğraşır; Tenaga Nasional Berhad'a elektrik tedarigi; ve fotovoltaik güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesi, finanse edilmesi, inşa edilmesi, işletilmesi ve sürdürülmesi ile faaliyet gösterir. Ayrıca şirket, entegre katı atık toplama, genel temizlik, geri dönüşüm ve entegre tesis yönetimi hizmetleri sunmaktadır; ve tesisin geliştirilmesi ve işletilmesi için güneş fotovoltaik enerjisi üretim tesisi, ilgili iletim hattı ve tesisler için onarım hizmetleri sunmaktadır. Petrol, kömür ve gaz kaynakları ile 6.410 megavat kapasiteli 8 santrale sahiptir.
Jaiprakash Power Ventures Limited	Jaiprakash Power Ventures Limited, Hindistan'da enerji üretimi ve çimento öğütme işleriyle uğraşmaktadır. Şirket, termal ve hidro enerji kaynaklarından elektrik üretmektedir. Uttarkand, District Chamoli'de 400 megavatlık (MW) Jaypee Vishnuprayag hidroelektrik santralının sahibi ve işletmecisidir; Nigrie, District Singrauli, Madhya Pradesh'teki 1320 MW Jaypee Nigrie termik santrali; ve Madhya Pradesh, District Sagar, Sirchopi Köyü'ndeki 500 MW Jaypee Bina termik santralini işletmektedir. Şirket ayrıca Nigrie, District Singrauli, Madhya Pradesh'te Jaypee Nigri çimento öğütme ünitesini işletmektedir. Ayrıca Amelia, Madhya Pradesh'te bulunan kömür madeni işletmektedir. Şirket daha önce Jaiprakash Hydro-Power Limited olarak biliniyordu ve adını Aralık 2009'da Jaiprakash Power Ventures Limited olarak değiştirmiştir.
OPG Power Ventures Plc	OPG Power Ventures Plc, yan kuruluşlarıyla birlikte Hindistan'da özel sektör enerji projeleri geliştirir, sahibi olur, işletir ve sürdürür. Termik ve güneş enerjisi santralleri işletmektedir. Şirket, ağırlıklı olarak kamu sektörü teşebbüslerine ve ağır sanayi kuruluşlarına elektrik enerjisi satışı yapmaktadır.
OGE Energy Corp.	OGE Energy Corp., iştirakleri ile birlikte Amerika Birleşik Devletleri'nde fiziki dağıtım ve ilgili hizmetler sunan bir enerji ve enerji hizmetleri sağlayıcısı olarak faaliyet göstermektedir. Elektrik Şirketi Operasyonları ve Doğal Gaz Midstream segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Şirket elektrik enerjisi

	üretir, iletir, dağıtır ve satar. Ayrıca, Oklahoma ve batı Arkansas'ta yaklaşık 30.000 mil karelik bir hizmet alanını kapsayan yaklaşık 889.000 müşteriye perakende elektrik hizmeti sağlamaktadır; ve kömür yakıtlı, doğal gaz yakıtlı, rüzgar enerjisi ve güneş enerjisi ile çalışan üretim varlıklarının sahibi ve işletmecisidir.
RattanIndia Power Limited	RattanIndia Power Limited, yan kuruluşlarıyla birlikte, Hindistan'da enerji üretimi, dağıtım, ticareti ve iletimi ve diğer yan ve ilgili faaliyetlerde bulunur. Amravati bölgesindeki Nandgaonpeth'te yer alan 1.350 MW'lık proje dahil olmak üzere 2.700 MW kurulu güce sahip 2 adet kömüre dayalı termik enerji projesinin işletilmesinde yer almaktadır; ve Maharashtra eyaletindeki Nasik şehrinde Sinner'da yer alan 1.350 MW'lık proje işletmektedir. Şirket daha önce Indiabulls Power Limited olarak biliniyordu ve Ekim 2014'te adını RattanIndia Power Limited olarak değiştirmiştir. RattanIndia Power Limited, 2007 yılında kurulmuştur ve merkezi Yeni Delhi, Hindistan'da bulunmaktadır.

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

Sekil 24 Yurt Dışı Benzer Şirket Verileri

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	İşletme Değeri (mn \$)	FVÖK (mn \$)	FAVÖK (mn \$)	Net Satışlar (mn \$)	Net Kar (mn \$)
ZE PAK SA	265	484	(45)	(57)	933	(61)
TAQA Morocco S.A.	2.627	3.393	233	366	1.343	129
China Resources Power Holdings Company Limited	11.238	29.155	2.039	3.341	13.206	900
Electric Power Development Co., Ltd.	2.808	15.241	617	2.151	13.593	839
AGL Energy Limited	5.240	7.209	886	1.114	10.620	(534)
Datang International Power Generation Co., Ltd.	7.271	37.793	1.857	2.343	16.702	20
Semirara Mining and Power Corporation	2.180	1.894	77	765	1.499	613
Malakoff Corporation Berhad	656	1.980	192	547	2.421	40
Jaiprakash Power Ventures Limited	505	1.528	51	146	721	7
OPG Power Ventures Plc	44	61	31	21	66	1
OGE Energy Corp.	7.280	11.968	518	1.092	3.344	425
RattanIndia Power Limited	306	1.620	8	92	402	(233)

Kaynak: Şirketlerin websiteleri ve CapitalIQ veritabanı

Çarpan Analizi

İD/FAVÖK çarpanı şirketlerin operasyonel kar performanslarına dayandığı ve pazar katılımcıları (halka açık şirket yatırımcıları) tarafından en fazla kullanılan değerlendirme çarpanlarından birisi olduğu için seçilmiştir. Çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 14.07.2023 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile en güncel finansal tablo tarihleri itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır.

Sekil 25 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	İşletme Değeri (mn \$)	FAVÖK (mn \$)	İD/FAVÖK
Çan2 Termik A.Ş.	679	760	87	8,70x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	1.843	2.051	362	5,67x
Ortalama				7,18x

Çarpan değeri belirlenirken, medyan yerine ortalama değer alınmasının sebebi; benzer şirket sayısının normal dağılım için gerekli olan 30 gözlem sayısından az olmasıdır.

Yurt içi seçilen benzer şirketlere ilişkin yukarıda verilen analiz yurt dışı seçilen benzer şirketler için de yapılmıştır.

Şekil 26 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket İD/FAVÖK Çarpanı

Şirket	Piyasa Değeri (mn \$)	İşletme Değeri (mn \$)	FAVÖK (mn \$)	İD/FAVÖK
ZE PAK SA	265	484	-57	-8,50x
TAQA Morocco S.A.	2.627	3.393	366	9,26x
China Resources Power Holdings Company Limited	11.238	29.155	3.341	8,73x
Electric Power Development Co., Ltd.	2.808	15.241	2.151	7,08x
AGL Energy Limited	5.240	7.209	1.114	6,47x
Datang International Power Generation Co., Ltd.	7.271	37.793	2.343	16,13x
Semirara Mining and Power Corporation	2.180	1.894	765	2,47x
Malakoff Corporation Berhad	656	1.980	547	3,62x
Jaiprakash Power Ventures Limited	505	1.528	146	10,48x
OPG Power Ventures Plc	44	61	21	2,82x
OGE Energy Corp.	7.280	11.968	1.092	10,96x
RattanIndia Power Limited	306	1.620	92	17,63x
Ortalama				8,08x

Benzer yurtdışı çarpanlar arasında İD/FAVÖK değeri 3,5'ten aşağı ve 14,5'ten yukarı olan benzer şirketler uç değer olarak kabul edilmiş ve ortalama hesabına dahil edilmemiştir.

Çarpan Analizi Sonucunda Bulunan Değer

Çarpan hesaplamalarında kullanılan USD bazlı FAVÖK hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.03.2023 tarihlerinde sona eren dönemler için bağımsız denetimden geçmiş mali tabloları kullanılarak, Şirket'in 2020, 2021 yılları ve 31.03.2023 tarihi itibarıyla son 12 aylık dönemdeki FAVÖK tutarlarının ortalaması hesaplanmıştır. Hesaplanan TL bazlı ortalama FAVÖK, daha sonrasında TCMB tarafından açıklanan ilgili dönemin ortalama USD/TL kurları kullanılarak USD'ye çevrilmiştir.

Şekil 27 FAVÖK Hesaplaması

	TL			USD		
	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2023 S12A	31.12.2020	31.12.2021	31.03.2023 S12A
Esas Faaliyet Karı	158,898,883	328,748,599	1,816,353,438	22,670,595	36,998,872	105,555,356
Amortisman (+)	54,674,243	70,450,513	72,015,037	7,800,543	7,928,823	4,008,499
FAVÖK	213,573,126	399,199,112	1,888,368,475	30,471,138	44,927,695	109,563,855

2020, 2021 yılları ve 31.03.2023 son 12 aylık FAVÖK Ortalaması (\$)	61.654.229
--	------------

İzdemir Enerji'nin piyasa değerinin tespit edilebilmesi için Türkiye'de faaliyet gösteren benzer şirketler incelenerek yapılan İD/FAVÖK çarpanı analizine ilişkin sonuçlar özet olarak aşağıda verilmektedir.

Şekil 28 Seçilen Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

İD/FAVÖK Çarpanı	(\$)
FAVÖK Son 3 yıl Ortalama	61.654.229
Çarpan	7,18x
İşletme Değeri	442.943.643
Net Borç	6.287.660
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	436.655.984

Şekil 29 Seçilen Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Sonuçları

İD/FAVÖK Çarpanı	(\$)
FAVÖK Son 3 yıl Ortalama	61.654.229
Çarpan	8,08x
İşletme Değeri	498.468.600
Net Borç	6.287.660
İskonto Öncesi Piyasa Değeri	492.180.941

İzdemir Enerji Değerlemesi Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde İD/FAVÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirket'lere %50, Yurtdışı Benzer Şirket'lere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai İşletme Değeri hesaplanırken eşit ağırlıklandırılmıştır.

İzdemir Enerji'nin piyasa değeri aşağıdaki şekilde hesaplanmıştır.

Sekil 30 İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL)

Yurt İçi Çarpanlar(Ağırlık %50)	
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	7,18x
Son 3 Yıl Ortalama FAVÖK (\$)	61.654.229
İşletme Değeri (\$)	442.943.643
Yurtdışı Çarpanlar(Ağırlık %50)	
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanı	8,08x
Son 3 Yıl Ortalama FAVÖK (\$)	61.654.229
İşletme Değeri (\$)	498.468.600
Ağırlıklı İşletme Değeri - Çarpanlar (Ağırlık %50)	470.706.122
İşletme Değeri - İNA (Ağırlık %50)	448.290.678
Ağırlıklı Ortalama İşletme Değeri - Çarpan ve İNA	459.498.400
Net Borç (\$)	6.287.660
Piyasa Değeri	453.210.741
Pay Adedi	500.000.000
Pay Başına Fiyat (\$)	0,91
14.07.2023 tarihli TCMB Alış Kuru	26,1446
Pay Başına Fiyat (TL)	23,70
Halka Arz Fiyatı (TL)	19,00
İskonto Oranı	%19,8

Halka arz satış fiyatı olarak belirlenen 19,00 TL, hesaplanan pay başına fiyat olan 23,70 TL'ye göre %19,8 iskontoludur.

Ek: Sorumluluk Beyanı

**SERMAYE PİYASASI KURULU
BAŞKANLIĞI'NA**
Eskişehir Yolu 8. Km no:156



**Garanti BBVA Yatırım Menkul Kıymetler
A.Ş.**
Nispetiye Mh. Barbaros Bulvarı Çiftçi Tovvers
Blok No:96 İç Kapı No:256 Beşiktaş 34340
Nispetiye - Beşiktaş - İstanbul
Tel : (0212) 384 10 10
Fax: (0212) 318 48 40
Ticaret Sicil No: 235103
Mersis No: 0-3890-0068-3300011
www.garantiyatirim.com.tr

İstanbul, 15.07.2023

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen 11.04.2019 tarihli ve 21/500 sayılı kararına ("Kurul Kararı") istinaden;

Kurul Kararı'nın "Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Değerlemesinde Uyulacak Esaslar" başlıklı F maddesinin 9. bendi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Kurul Kararı'nda belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda 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,

GARANTİ YATIRIM MENKUL KIYMETLER A.Ş.


GARANTİ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Nispetiye Mh. Barbaros Bulvarı Çiftçi Tovvers
Blok No:96 İç Kapı No:256 Beşiktaş 34340
İstanbul
Tel:0212 384 10 10

Taylan Özgür Toprak
Yönetici

Armağan Güner
Birim Müdürü