

Akçay HES	2051	2052
Sistem Satış Geliri	8.171.971	8.335.411
Karbon Geliri	219.563	223.955
Birikmiş Karbon Geliri		
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(1.593.506)	(1.613.645)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(928.501)	(947.071)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(56.875)	(58.013)
PERSONEL MALİYETİ	(272.636)	(272.636)
SİGORTA MALİYETİ	(38.426)	(38.426)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(297.068)	(297.500)
FAVOK	6.798.029	6.945.720
FAVOK Marjı	83,2%	83,3%

Hesaplanan FAVOK rakamından Akçay HES için öngörülen yatırım maliyetleri ve FVÖK üzerinden hesaplanan vergi düşülmüş, sonrasında Akçay HES'in solo mali tablosuna göre hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişimler (+/-) olarak Serbest Nakit Akımları hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Tablo 156: Akçay HES Projeksiyon Dönemi Boyunca İndirgenmiş Nakit Akımları

Akçay HES İNA Analizi - ABD Doları	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FAVÖK (+)	283.882	3.261.683	3.091.344	3.263.196	3.510.703	3.772.761	3.815.124
Yatırım Maliyetleri (-)		250.000	-	-	-	-	-
Vergi (-)	45.126	759.101	718.097	763.012	826.103	892.304	903.719
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi(+/-)	-	(29.522)	(2.035)	(2.077)	(2.945)	(3.114)	(602)
Serbest Nakit Akımı	238.756,0	2.282.104,3	2.375.281,6	2.502.261,4	2.687.545,0	2.883.571,9	2.912.006,6
İndirgenmiş Nakit Akımı	97.390	1.681.977	1.582.881	1.512.664	1.475.619	1.439.763	1.323.816

Akçay HES İNA Analizi - ABD Doları	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
FAVÖK (+)	4.085.180	3.837.133	4.132.355	4.355.126	4.542.081	4.758.142	4.942.720
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	971.376	909.364	983.297	1.039.561	1.092.573	1.146.624	1.192.785
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi(+/-)	(3.210)	2.718	(3.503)	(2.676)	(2.269)	(2.605)	(2.247)
Serbest Nakit Akımı	3.117.014,3	2.925.050,9	3.152.561,1	3.318.241,9	3.451.776,5	3.614.123,0	3.752.182,2
İndirgenmiş Nakit Akımı	1.290.176	1.102.348	1.081.742	1.036.677	981.868	936.027	884.799

Akçay HES İNA Analizi - ABD Doları	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
FAVÖK (+)	5.122.931	5.532.793	5.759.207	5.409.418	5.622.672	5.597.353	5.963.311
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	1.238.491	1.340.994	1.397.597	1.310.150	1.363.463	1.357.134	1.448.623
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi(+/-)	(2.200)	(4.831)	(2.734)	3.859	(2.589)	139	(4.343)

Serbest Nakit Akımı	3.886.639,5	4.196.630,1	4.364.343,8	4.095.409,0	4.261.797,3	4.240.080,3	4.519.031,1
İndirgenmiş Nakit Akımı	834.468	820.373	776.792	663.679	628.823	569.620	552.753

Akçay HES İNA Analizi - ABD Doları	2045	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052
FAVÖK (+)	5.970.746	6.101.891	6.235.660	6.372.104	6.511.277	6.653.233	6.798.029	6.945.720
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	1.450.482	1.483.268	1.516.710	1.550.821	1.623.390	1.658.982	1.696.744	1.735.686
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi(+/-)	(242)	(1.661)	(1.695)	(1.728)	(1.763)	(1.798)	(1.834)	(1.871)
Serbest Nakit Akımı	4.520.506,0	4.620.284,6	4.720.644,3	4.823.011,2	4.889.649,6	4.996.050,1	5.103.119,1	5.211.905,5
İndirgenmiş Nakit Akımı	503.441	468.495	435.825	405.419	374.230	348.147	323.778	301.081

Hesaplanan serbest nakit akımları ilgili yıllardaki iskonto faktörleri indirgenerek 30.06.2024 tarihine getirilmiştir. Hesaplanan Net Bugünkü Değer'den Akçay HES'in solo bilançosunda yer alan net nakit (30.06.2024 tarihli ABD Döviz Alış kuru kullanılarak, ABD Dolarına çevrilmiştir) eklenmiş ve Akçay HES için 30.06.2024 tarihi itibarıyla bir Özsermaye Değerine ulaşılmıştır. Bu değer ilgili AOSM ile değerlendirme tarihi olan 30.09.2024 tarihine getirilmiş ve bu tarihteki TCMB Döviz Alış TL/\$ kuru ile Türk Lirasına çevrilerek **1.136.261.609 TL özsermaye değerine** ulaşılmıştır.

Tablo 157: Akçay HES İNA Analizi Değerleme Sonucu

AKÇAY HES İNA ANALİZİ DEĞERLEME SONUCU			
Net Bugünkü Değer	\$		24.434.673
Net Borç (-)	\$		(8.022.774)
Özsermaye Değeri@30/06/2023	\$		32.457.448
Özsermaye Değeri @ 30/09/2024	\$		33.300.947
Özsermaye Değeri @ 30/09/2024	TL		1.136.261.609

2. Pazar Yaklaşımı - Borsa Kılavuz Emsallerine Göre Değerleme (Çarpan Analizi)

UDS 105 Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa Kılavuz Emsaller yöntemi çerçevesinde Akçay HES için bağımsız denetim şirketi tarafından temin edilen TMS 29 uygulanmış solo mali tablolarında yer alan mali tablo kalemleri indikatif veriler olarak kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda değerlendirilmede kullanılan söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Tablo 158: Akçay HES Solo Mali Tablo Kalemleri

Akçay HES Solo Mali Tablo Kalemleri (TL)	30.06.2024
FAVOK	26.773.777
Net Borçluluk	-263.357.200
Özkaynaklar	713.605.564

Akçay HES'in Borsa Kılavuz Emsallerine göre değerlemesinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenerek işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 5.1. bölümünde hesaplamaları açıklanan FD/FAVOK ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. FD/Kurulu Güç çarpanı seçilen örneklem

içinde sadece hidroelektrik kaynağı ile elektrik üreten şirketlerin yeterli derecede örnek oluşturulmaması nedeniyle kullanılmamıştır.

Yurt içi Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Akçay HES için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 159: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	8,64x
FAVÖK	26.773.777
Net Borç (-)	-263.357.200
Özsermaye Değeri	494.791.600

Tablo 160: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	0,78x
Özsermaye @ 30.06.2024	713.605.564
Özsermaye Değeri	555.932.847

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. için **525.362.223 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 161: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVÖK	50%	494.791.600
PD/DD	50%	555.932.847
Özsermaye Değeri		525.362.223

Yurt Dışı Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Akçay HES için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 162: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	26.773.777
Net Borç (-)	-263.357.200
Özsermaye Değeri	577.621.463

Tablo 163: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özsermaye @30.06.2024	713.605.564
Özsermaye Değeri	1.180.095.012

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. için **878.858.238 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 164: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	577.621.463
PD/DD	50%	1.180.095.012
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Özsermaye Değeri		878.858.238

Borsa Kılavuz Emsaller (Piyasa Çarpan Analizleri Yöntemi) Yöntemine Göre Nihai Piyasa Değeri

Yurt içi ve Yurt Dışı benzer şirketler analiz edilerek hesaplanan özsermaye değerleri eşit ağırlık kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş için **702.110.230 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 165: Nihai Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizi Değeri	50%	525.362.223
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	50%	878.858.238
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		702.110.230

5.1.4 Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

a. Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Genel Tanıtım

Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş'nin ("Su Enerji") tek santrali olup, Enda Enerji Holding, Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş'nin %74,53 oranında dolaylı pay sahibidir.

Çaygören Hidroelektrik Santrali Şubesi:

Dedeöldü Mevkii Çaygören Mahallesi Sındırgı Balıkesir

Su Enerji Elektrik Üretim AŞ'nin tek santrali olan Çaygören HES, 7,3 km² göl alanına sahiptir.

Tablo 166: Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Üretim Santrali

Santral	Kaynak Türü	Lisans No.	Kurulu Güçl (MWm / mWe)	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi	Ulusal Şebekeye Bağlantı Seviyesi
Çaygören HES	Hidro	EÜ/205-3/348	4,60/4,6	05.09.2003	49	05.09.2052	31.12.2016 (YEKDEM Sona Erdi)	Dağıtım

b. Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Değerleme Çalışması

Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin değer tespiti için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standartları çerçevesinde belirtilen değerleme yaklaşımları olan Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılarak bir değer tespiti yapılmıştır. Her iki yönteme göre belirlenen değerler, daha sonra eşit ağırlık verilerek Su Enerji için nihai değer tespit edilmiştir.

3. İndirgenmiş Nakit Akımı:

UDS 105 Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi kapsamında Su Enerji bünyesinde yer alan hidroelektrik santrali için lisans süresi sonu olan 2052 sonuna kadar gelir ve maliyet tahminleri yapılarak bir INA Analizi yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda santral bazında, yıllar itibarıyla tahmin edilen gelir/maliyet kalemleri özeti verilmektedir.

Tablo 167: Çaygören HES Projeksiyon Dönemi Boyunca Gelir/Maliyet Kalemleri

Çaygören HES	2023	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sistem Satış Geliri	600.852	521.804	1.038.014	1.082.954	1.099.550	1.168.245	1.239.587	1.251.555	1.327.249	1.299.085	1.380.457	1.440.637
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(427.788)	(230.790)	(458.679)	(460.461)	(462.280)	(464.135)	(466.027)	(467.957)	(469.925)	(471.933)	(473.981)	(476.070)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(41.596)	(37.355)	(71.264)	(72.689)	(74.143)	(75.626)	(77.138)	(78.681)	(80.255)	(81.860)	(83.497)	(85.167)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(10.602)	(5.407)	(11.031)	(11.251)	(11.476)	(11.706)	(11.940)	(12.179)	(12.423)	(12.671)	(12.924)	(13.183)
PERSONEL MALİYETİ	(227.415)	(113.708)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)
SİGORTA MALİYETİ	(16.793)	(8.396)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(131.382)	(65.923)	(131.981)	(132.118)	(132.257)	(132.400)	(132.545)	(132.694)	(132.845)	(132.999)	(133.157)	(133.317)
FAVOK	173.064	291.014	579.335	622.492	637.270	704.110	773.560	783.598	857.324	827.152	906.476	964.567
FAVOK Marjı	28,8%	55,8%	55,8%	57,5%	58,0%	60,3%	62,4%	62,6%	64,6%	63,7%	65,7%	67,0%
Çaygören HES	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Sistem Satış Geliri	1.494.464	1.549.544	1.603.514	1.653.481	1.759.769	1.823.055	1.739.562	1.799.799	1.781.940	1.885.833	1.889.732	1.927.527
Karbon Geliri	42.461	43.310	44.176	45.060	45.961	46.880	47.818	48.774	49.750	50.745	51.760	52.795
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(478.201)	(480.374)	(482.591)	(484.852)	(487.158)	(489.511)	(491.910)	(494.358)	(496.854)	(499.401)	(501.998)	(504.647)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(86.870)	(88.608)	(90.380)	(92.188)	(94.031)	(95.912)	(97.830)	(99.787)	(101.783)	(103.818)	(105.895)	(108.012)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(13.447)	(13.715)	(13.990)	(14.270)	(14.555)	(14.846)	(15.143)	(15.446)	(15.755)	(16.070)	(16.391)	(16.719)
PERSONEL MALİYETİ	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)
SİGORTA MALİYETİ	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(133.481)	(133.648)	(133.818)	(133.992)	(134.169)	(134.350)	(134.534)	(134.722)	(134.914)	(135.110)	(135.309)	(135.513)
FAVOK	1.016.263	1.069.170	1.120.923	1.168.629	1.272.610	1.333.545	1.247.651	1.305.441	1.285.086	1.386.432	1.387.734	1.422.879
FAVOK Marjı	68,0%	69,0%	69,9%	70,7%	72,3%	73,1%	71,7%	72,5%	72,1%	73,5%	73,4%	73,8%

Çaygören HES	2047	2048	2049	2050	2051	2052
Sistem Satış Geliri	1.966.077	2.005.399	2.045.507	2.086.417	2.128.145	2.170.708
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(507.350)	(510.106)	(512.917)	(515.785)	(518.710)	(521.694)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(110.173)	(112.376)	(114.624)	(116.916)	(119.254)	(121.640)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(17.053)	(17.395)	(17.742)	(18.097)	(18.459)	(18.828)
PERSONEL MALİYETİ	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)	(227.415)
SİGORTA MALİYETİ	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)	(16.988)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(135.721)	(135.932)	(136.148)	(136.369)	(136.593)	(136.823)
FAVOK	1.458.728	1.495.293	1.532.589	1.570.632	1.609.435	1.649.015
FAVOK Marjı	74,2%	74,6%	74,9%	75,3%	75,6%	76,0%

Hesaplanan FAVOK rakamından Su Enerji için öngörülen yatırım maliyetleri ve FVÖK üzerinden hesaplanan vergi düşülmüş, sonrasında Su Enerji'nin solo mali tablosuna göre hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişimler (+/-) olarak Serbest Nakit Akımları hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Tablo 168: Çaygören HES Projeksiyon Dönemi Boyunca İndirgenmiş Nakit Akımları

Çaygören HES INA Analizi - ABD Doları	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FAVÖK (+)	291.014	579.335	622.492	637.270	704.110	773.560	783.598	857.324	827.152
Yatırım Maliyetleri (-)	0,0	50.000	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vergi (-)	53.575	101.954	112.743	116.437	133.363	152.814	156.069	175.454	167.911
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi (+/-)	-	208	-1.668	-616	-2.549	-2.648	-444	-2.809	1.045
Serbest Nakit Akımı	237.440	427.174	511.417	521.448	573.297	623.393	627.973	684.679	658.195
İndirgenmiş Nakit Akımı	94.395	306.850	332.159	307.226	306.786	303.361	278.236	276.207	241.756

Çaygören HES INA Analizi - ABD Doları	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
FAVÖK (+)	906.476	964.567	1.016.263	1.069.170	1.120.923	1.168.629	1.272.610	1.333.545	1.247.651
Yatırım Maliyetleri (-)									
Vergi (-)	187.753	202.302	216.573	229.886	242.824	254.750	280.746	296.097	274.623
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi (+/-)	-3.020	-2.233	-1.998	-2.044	-2.003	-1.854	-3.945	-2.349	3.099
Serbest Nakit Akımı	721.744	764.498	801.688	841.328	880.102	915.733	995.809	1.039.797	969.929
İndirgenmiş Nakit Akımı	241.368	232.782	222.256	212.368	202.270	191.620	189.725	180.373	153.193

içinde sadece hidroelektrik kaynağı ile elektrik üreten şirketlerin yeterli derecede örnek oluşturulmaması nedeniyle kullanılmamıştır.

Yurt içi Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Su Enerji için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 171: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	8,64x
FAVÖK	29.284.125
Net Borç (-)	-18.150.237
Özsermaye Değeri	271.284.263

Tablo 172: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	0,78x
Özsermaye @ 30.06.2024	239.560.273
Özsermaye Değeri	186.628.904

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. için **228.956.584 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 173: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVÖK	50%	271.284.263
PD/DD	50%	186.628.904
Özsermaye Değeri		228.956.584

Yurt Dışı Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Su Enerji için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 174: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	29.284.125
Net Borç (-)	-18.150.237
Özsermaye Değeri	361.880.376

Tablo 175: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özsermaye @ 30.06.2024	239.560.273
Özsermaye Değeri	396.162.667

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. için **379.021.521 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 176: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	361.880.376
PD/DD	50%	396.162.667
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Özsermaye Değeri		379.021.521

Borsa Kılavuz Emsaller (Piyasa Çarpanları Analiz Yöntemi) Yöntemine Göre Nihai Piyasa Değeri

Yurt içi ve Yurt Dışı benzer şirketler analiz edilerek hesaplanan özsermaye değerleri eşit ağırlık kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş için **303.989.053 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 177: Nihai Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizi Değeri	50%	228.956.584
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	50%	379.021.521
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		303.989.053

5.1.5 Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.

a. Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. Genel Tanıtım

Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.'nin ("Tuzla JES") tek santrali olup, Enda Enerji Holding, Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.'nin %74,53 oranında dolaylı pay sahibidir.

Tuzla Jeotermal Santrali Şubesi:

Tuzla Köyü Ayyacak Çanakale

Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.'nin tek santrali olan Tuzla JES Çanakale-Tuzla Jeotermal Sahası Ayyacak İlçesi Gülpınar beldesinin 5 km batısında yer almaktadır.

Tablo 178: Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. Üretim Santrali

Santral	Kaynak Türü	Lisans No.	Kurulu Gücü (MWm / mWe)	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi	Ulusal Şebekeye Bağlantı Seviyesi
Tuzla JES	Jeotermal	EÜ/318-12/451	7,50/7,5	11.05.2004	40	11.05.2044	31.12.2020 (YEKDEM Sona Erdi.)	Dağıtım

Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. Değerleme Çalışması

Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.'nin değer tespiti için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standartları çerçevesinde belirtilen değerleme yaklaşımları olan Gelir Yaklaşımı ve

Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılarak bir değer tespiti yapılmıştır. Her iki yöneme göre belirlenen değerler, daha sonra eşit ağırlık verilerek Tuzla JES için nihai değer tespit edilmiştir.

4. İndirgenmiş Nakit Akımı:

UDS 105 Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi kapsamında Tuzla JES bünyesinde yer alan hidroelektrik santrali için lisans süresi sonu olan 2044 sonuna kadar gelir ve maliyet tahminleri yapılarak bir INA Analizi yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda santral bazında, yıllar itibarıyla tahmin edilen gelir/maliyet kalemleri özeti verilmektedir.

Tablo 179: Tuzla JES Projesiyon Dönemi Boyunca Gelir/Maliyet Kalemleri

TUZLA JES	2023	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032		
Sistem Satış Geliri	2.942.128	1.333.486	3.306.886	3.468.844	3.464.922	3.680.869	3.911.077	3.960.698	4.202.860	4.144.363		
Karbon Geliri			187.829,1	104.474,1	106.563,6	108.694,8	110.868,7	113.086,1	115.347,8	117.654,8		
Birikmiş Karbon Geliri			80.081,2									
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(1.657.862)	(728.278)	(1.502.630)	(1.516.691)	(1.521.613)	(1.526.634)	(1.531.756)	(1.575.431)	(1.619.980)	(1.665.420)		
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(203.949)	(94.689)	(226.835)	(231.506)	(236.136)	(240.859)	(245.676)	(250.590)	(255.601)	(260.713)		
BAKIM ONARIM GİDERİ	(598.149)	(208.411)	(425.158)	(433.661)	(433.661)	(433.661)	(433.661)	(472.113)	(511.334)	(551.339)		
PERSONEL MALİYETİ	(419.716)	(209.858)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)		
SİGORTA MALİYETİ	(51.514)	(25.757)	(51.514)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)		
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(384.535)	(189.563)	(379.406)	(379.693)	(379.985)	(380.283)	(380.587)	(380.898)	(381.214)	(381.537)		
FAVOK	1.284.266	605.208	2.072.167	2.056.627	2.049.872	2.262.930	2.490.191	2.498.353	2.698.228	2.596.598		
FAVOK Marjı	43,7%	45,4%	62,7%	59,3%	59,2%	61,5%	63,7%	63,1%	64,2%	62,7%		
TUZLA JES	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
Sistem Satış Geliri	4.404.964	4.580.258	4.724.243	4.889.244	5.084.514	5.226.501	5.546.673	5.744.695	5.471.810	5.666.550	5.621.607	5.980.621
Karbon Geliri	120.007,9	122.408,0	124.856,2	127.353,3	129.900,4	132.498,4	135.148,4	137.851,3	140.608,3	143.420,5	146.288,9	149.214,7
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(1.711.769)	(1.759.045)	(1.807.266)	(1.856.452)	(1.909.599)	(1.963.809)	(2.019.103)	(2.075.504)	(2.133.032)	(2.191.711)	(2.251.563)	(2.279.856)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(265.928)	(271.246)	(276.671)	(282.205)	(287.849)	(293.606)	(299.478)	(305.467)	(311.577)	(317.808)	(324.164)	(330.648)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(592.145)	(633.766)	(676.220)	(719.523)	(766.670)	(814.760)	(863.811)	(913.844)	(964.877)	(1.016.931)	(1.070.026)	(1.091.427)
PERSONEL MALİYETİ	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)	(419.716)
SİGORTA MALİYETİ	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)	(52.115)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(381.866)	(382.202)	(382.544)	(382.893)	(383.250)	(383.613)	(383.984)	(384.362)	(384.747)	(385.141)	(385.542)	(385.951)
FAVOK	2.813.203	2.943.621	3.041.834	3.160.146	3.304.815	3.395.191	3.662.718	3.807.043	3.479.386	3.618.260	3.516.333	3.849.979
FAVOK Marjı	63,9%	64,3%	64,4%	64,6%	65,0%	65,0%	66,0%	66,3%	63,6%	63,9%	62,6%	64,4%

Hesaplanan FAVOK rakamından Tuzla JES için öngörülen yatırım maliyetleri ve FVÖK üzerinden hesaplanan vergi düşülmüş, sonrasında Tuzla JES'in solo mali tablosuna göre hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişimler (+/-) olarak Serbest Nakit Akımları hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Tablo 180: Tuzla JES Projeksiyon Dönemi Boyunca İndirgenmiş Nakit Akımları

Tuzla JES INA Analizi - ABD Doları	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030
FAVÖK (+)	605.208	2.072.167	2.056.627	2.049.872	2.262.930	2.490.191	2.498.353
Yatırım Maliyetleri (-)		85.000	-	-	-	-	-
Vergi (-)	11.955	248.839	246.698	245.849	300.656	358.091	361.327
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi (+/-)	-	8.841	2.238	(54)	2.983	3.180	686
Serbest Nakit Akımı	593.253	1.729.487	1.807.691	1.804.077	1.959.290	2.128.920	2.136.341
İndirgenmiş Nakit Akımı	232.865	1.226.613	1.159.213	1.049.471	1.035.197	1.022.881	934.569

Tuzla JES INA Analizi - ABD Doları	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037
FAVÖK (+)	2.698.228	2.596.598	2.813.203	2.943.621	3.041.834	3.160.146	3.304.815
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	418.269	394.570	454.053	486.769	528.485	558.881	595.077
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi (+/-)	3.346	(808)	3.600	2.422	1.989	2.280	2.698
Serbest Nakit Akımı	2.276.613	2.202.836	2.355.549	2.454.431	2.511.359	2.598.985	2.707.040
İndirgenmiş Nakit Akımı	906.787	798.865	777.783	737.890	687.424	647.731	614.272

Tuzla JES INA Analizi - ABD Doları	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044
FAVÖK (+)	3.395.191	3.662.718	3.807.043	3.479.386	3.618.260	3.516.333	3.849.979
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	618.682	685.593	721.674	639.760	674.478	648.997	962.386
İşletme Sermayesi İhtiyacı Değişimi (+/-)	1.962	4.423	2.736	(3.770)	2.690	(621)	4.960
Serbest Nakit Akımı	2.774.547	2.972.702	3.082.633	2.843.396	2.941.091	2.867.957	2.882.633
İndirgenmiş Nakit Akımı	573.236	559.201	527.975	443.408	417.590	370.757	339.298

Hesaplanan serbest nakit akımları ilgili yıllardaki iskonto faktörleri indirgenerek 30.06.2024 tarihine getirilmiştir. Hesaplanan Net Bugünkü Değer'den Tuzla JES'in solo bilançosunda yer alan net nakit (30.06.2024 tarihli ABD Döviz Alış kuru kullanılarak, ABD Dolarına çevrilmiştir) eklenmiş ve Tuzla JES için 30.06.2024 tarihi itibarıyla bir Özsermaye Değerine ulaşılmıştır. Bu değer ilgili AOSM ile değerlendirme tarihi olan 30.09.2024 tarihine getirilmiş ve bu tarihteki TCMB Döviz Alış TL/\$ kuru ile Türk Lirasına çevrilerek **553.036.111 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 181: Tuzla JES INA Analizi Değerleme Sonucu

TUZLA JES - INA ANALİZİ DEĞERLEME SONUCU			
Net Bugünkü Değer	\$		15.063.025
Net Borç (-)	\$		-658.171
Özsermaye Değeri @30/06/2024	\$		15.721.196
Özsermaye Değeri @ 30.09.2024	\$		16.208.086
Özsermaye Değeri @ 30.09.2024	TL		553.036.111

2. Pazar Yaklaşımı - Borsa Kılavuz Emsallerine Göre Değerleme (Piyasa Çarpanları Analizi)

UDS 105 Pazar Yaklaşımı kapsamında Borsa Kılavuz Emsaller yöntemi çerçevesinde Tuzla JES için bağımsız denetim şirketi tarafından temin edilen TMS 29 uygulanmış solo mali tablolarında yer alan mali tablo kalemleri indikatif veriler olarak kullanılmıştır. Aşağıdaki tabloda değerlemede kullanılan söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Tablo 182: Tuzla JES Solo Mali Tablo Kalemleri

Tuzla JES Solo Mali Tablo Kalemleri (TL)	30.06.2024
FAVOK	28.380.966
Net Borçluluk	-21.605.241
Özkaynaklar	726.138.945

Tuzla JES'in Borsa Kılavuz Emsallerine göre değerlemesinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenerek işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 5.1. bölümünde hesaplamaları açıklanan FD/FAVOK ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. FD/Kurulu Güç çarpanı seçilen örneklem içinde sadece Jeotermal kaynak kullanarak elektrik üreten şirketlerin yeterli derecede örnek oluşturmaması nedeniyle kullanılmamıştır.

Yurt içi Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Tuzla JES için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 183: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	8,64x
FAVÖK	28.380.966
Net Borç (-)	-21.605.241
Özsermaye Değeri	266.932.298

Tablo 184: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	0,78x
Özsermaye @ 30.06.2024	726.138.945
Özsermaye Değeri	565.696.950

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. için **416.314.624 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 185: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	266.932.298
PD/DD	50%	565.696.950
Özsermaye Değeri		416.314.624

Yurt Dışı Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Tuzla JES için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 186: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	28.380.966
Net Borç (-)	-21.605.241
Özsermaye Değeri	354.734.313

Tablo 187: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özsermaye @ 30.06.2024	726.138.945
Özsermaye Değeri	1.200.821.561

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş için **777.777.937 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 188: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	354.734.313
PD/DD	50%	1.200.821.561
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Özsermaye Değeri		777.777.937

Borsa Kılavuz Emsaller (Piyasa Çarpan Analiz) Yöntemine Göre Nihai Piyasa Değeri

Yurt içi ve Yurt Dışı benzer şirketler analiz edilerek hesaplanan özsermaye değerleri eşit ağırlık kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş için **597.046.280 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 189: Nihai Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizi Değeri	50%	416.314.624
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	50%	777.777.937
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		597.046.280

5.1.6 Ensat Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş.

a. Ensat Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş. Genel Tanıtım ve Değerleme

Ensat Elektrik, elektrik piyasası mevzuatına uygun olarak 25.11.2016 yılında kurulmuş ve Enerji Piyasası Düzenleme Kurumundan 20 yıl süreli tedarik lisansı almıştır. Müşteri odaklı, hareket eden Ensat Elektrik, elektrik piyasası mevzuatı ve düzenlemeleri kapsamında elektrik enerjisi ticareti yapmakta ve tedarik ettiği elektriği doğrudan serbest tüketicilere satmaktadır.

Enda Enerji Holding, Ensat Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş.'nin %100'üne sahiptir. Bağlı ortaklık, tam konsolidasyona tabi olarak muhasebeleştirilmekte olup, Ensat Elektrik'in değerlemesinde Özkaynak değeri dikkate alınmıştır. Bu çerçevede Ensat Elektrik'in 30.06.2024 tarihi itibarıyla 12.234.000 TL olan Özkaynak değerinin Enda Enerji'nin ortaklık payı oranında değerlendirilmesine dahil edilmiştir.

5.1.7 RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş.

a. RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş. Genel Tanıtım ve Değerleme

Egenda'nın %89, İzmir Yüksek Teknoloji Enstitüsü'nün %11 pay sahibi olduğu, Egenda bünyesindeki, İYTE kampüsü içerisinde Res İyte Elektrik Üretim A.Ş. ("RES İYTE") 16.04.2009 tarihinde kurulmuştur.

Enda Enerji Holding, RES İYTE'nin %66,33 oranında dolaylı pay sahibidir. Bağlı ortaklık, tam konsolidasyona tabi olarak muhasebeleştirilmekte olup, RES İYTE'nin değerlemesinde Özkaynak değeri Enda Enerji Holding'in ortaklık payı çerçevesinde değerlemeye dahil edilmiştir.

5.1.8 İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş.

a. İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş. Genel Tanıtım ve Değerleme

16.05.2003 tarihinde İzmir'de Üniversiteler, araştırma kurum ve kuruluşları, teknoloji, ilerleme konularında 20 kurucu ortak tarafından İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş. ("İZTEKGEB") kurulmuştur.

Enda Enerji Holding, İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş.'nin %14,95'ine sahiptir. Enda Enerji Holding'in iştiraki olan İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş. değerlemesinde, UDS tanımlı bir değer esası olan Yatırım Bedeli esasına dayalı olarak Enda Enerji Holding'in yapmış olduğu yatırım bedeli dikkate alınmıştır. Bu çerçevede İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş.'nin 30.06.2024 tarihi itibarıyla 2.000.000 TL olan ödenmiş sermayesi içinde Enda Enerji Holding'in payı olan 299.000 TL yatırım bedeli olarak Enda Enerji Holding değerlemesinde dikkate alınmıştır.

Net Aktif Değer Sonuç Değerleme

Yukarıda belirtilen şekilde Enda Enerji Holding'in bağlı ortaklıkları ve iştirakleri için belirlenen değerler, Şirket'in ortaklık payı doğrultusunda Enda Enerji Holding değerini hesaplamada kullanılmıştır. Bahse konu şirket payların değerlerinin toplamına, Şirket'in solo bilançosunda yer alan varlıklar eklenmiş, borçlar düşülmüştür. Varlıklar arasında Enda Enerji Holding bünyesinde yer alan **177.418.105 TL** tutarındaki nakit ile Şirket'in bilançosunda "Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller" kaleminde yer alan ve İzmir İli Tire ilçesindeki Organize Sanayi Bölgesinde Ada:1271 Parsel:12 ve Ada:1271 Parsel:13 de yer alan 41.770 m² arsa, satış sürecinde olup, değerlemeye bilançoda yer alan değeri olan **170 milyon TL** ile dahil edilmiştir.

Bu şekilde Enda Enerji Holding için Maliyet yaklaşımı kapsamında Net Aktif Değer Yöntemi ile **7.116.895.216 TL** Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır. Bu özsermaye değerinden Şirket'in 30.05.2024 tarihli genel kurul toplantısında aldığı karar ile ortaklarına 2023 yılı karından nakit olarak dağıtmayı planladığı **30.807.530 TL** ilgili özsermaye değerinden düşülmüş ve nihai özsermaye değeri **7.086.087.686 TL** olarak belirlenmiştir. Aşağıdaki tabloda, yukarıda belirtilen şekilde hesaplanan yöntemlere göre Şirket'in değerleme özeti sunulmaktadır.

Tablo 190: Net Aktif Değer

Ticaret Unvanı/ Kurulduğu Ülke	Doğrudan ve Dolaylı %	Sermaye (TL) 30.06.2024	Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (M TL)	Enda Enerji'ye Katkı (M TL)
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. Türkiye	74,53	210.000.000	Ortalama	6.255	4.662
			Gelir Yaklaşımı	6.009	-
			Pazar Yaklaşımı	6.500	-
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	59,62	12.500.000	Ortalama	1.048	625
			INA- 2057	1.115	-
			Pazar Yaklaşımı	981	-
Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	95	26.750.000	Ortalama	919	873
			INA- 2052	1.136	-
			Pazar Yaklaşımı	702	-
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	74,53	3.000.000	Ortalama	257	191
			INA- 2052	210	-
			Pazar Yaklaşımı	304	-
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. Türkiye	74,53	27.600.000	Ortalama	575	429
			INA- 2044	553	-
			Pazar Yaklaşımı	597	-
Ensar Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş. Türkiye	100	5.000.000	Özkaynak Değeri	12	12
RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş. Türkiye	66,33	765.000	Özkaynak Değeri	0	0
TOPLAM ÜRETİM ŞİRKETLERİNDEN GELEN					6.792
İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş. Türkiye	14,95	2.000.000	Yatırım Bedeli		0,299
Antalya Enerji Üretim A.Ş. Türkiye	49,77	75.000.000	Tasfiye Halinde		Tasfiye Halinde
TOPLAM BAĞLI ORTAKLIKLAR VE İŞTİRAKLER					6.793
Enda Enerji Solo Aktif/Pasifleri					324
TOPLAM NET AKTİF DEĞER					7.117
Dağıtılması Planlanan Kar Payı (-)					30,8
DÜZELTME SONRASI NET AKTİF DEĞERİ					7.086

5.2 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizi yönetiminde şirket değeri borsalarda işlem gören benzer şirketlerin güncel piyasa değerleri ve kamuya açıkladıkları mali tablolarındaki bulunan verilerle hesaplanan değerleme oranlarının mukayese edilmesi esasına dayanır. Piyasa çarpanları analizinin avantajları, nesnel bir yaklaşımla kolayca uygulanabilir olması olup dezavantajları ise şirketin geleceğe yönelik büyüme beklentileri ile risk faktörlerinin tam olarak fiyata yansıtılmamış olabileceği, değerlemeye konu olan benzer şirketlerin her zaman borsalarda işlem görmemesi ve/veya belirli dönemde mali tablo verilerinin kamuya açıklanmış olmasıdır. Öte yandan, bu yöntemde mukayese edilen şirketlerin güncel piyasa değerleri baz alındığından piyasalarda oluşabilecek oynaklıklara bağlı analizi sonucu değişmektedir.

Değerleme çarpanlarının seçiminde ağırlıklı olarak şirketin operasyonel faaliyetlerini ön plana çıkaran FD/FAVÖK ve F/K gibi çarpanlar analistler tarafından tercih edilmektedir. TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi sonucunda Parasal Kayıp/Kazanç hesabı adı altında Şirket'in olağan faaliyetlerinden kaynaklanmayan bir kayıp ve Ertelenmiş Vergi Gideri ortaya çıkmış ve enflasyon düzeltmesinden gelen söz konusu kayıp ve vergi gideri Net Kârı azaltıcı yönde baskılamıştır, bu nedenle, F/K yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır.

Enda Enerji Holding'in değerlemesinde; Şirket'in operasyonel kar performansını en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanı, enerji sektöründe yenilenebilir enerji şirketlerinin değerlemelerinde tercih edilen çarpanlardan biri olan FD/Kurulu Güç çarpanı ve TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi ile aktiflerin enflasyon katsayısı ile güncellenmesi sonucunda değerlemede dikkate alınması anlamlı hale geldiğinden PD/DD çarpanı kullanılmıştır.

Yurt içi ve yurt dışı çarpan analizlerinde kullanılan çarpan yöntemleri olan FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/MW çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Hesaplanan Firma Değerleri'nden net borç düşülmesi sonucu oluşan piyasa değerleri eşit olarak ağırlıklandırılmıştır.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Pay Fiyatı x Şirketin Sermayesindeki Pay Sayısı

Net Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri

FAVÖK = Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

Değer Değeri = Son bilanço dönemindeki Toplam Özkaynaklar

Kurulu Güç = Sahip olunan toplam kurulu güç

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapıya sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı

çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Enda Enerji Holding'in içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örnekleme ulaşmak amacıyla hem yurt içinde hem de yurt dışında faaliyet gösteren ve Şirket ile benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketlerin dahil edildiği bir örneklem oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda yurt içi ve yurt dışı benzer şirket analizi için yurt içi ve yurt dışında işlem gören yenilenebilir enerji şirketleri dikkate alınmıştır.

5.2.1.1 Piyasa Çarpan Analizinde Kullanılan Şirket Mali Verileri

Şirket'in en son açıklanan, TMS 29'da belirtilen muhasebe ilkeleri kapsamında enflasyon etkisine göre düzeltilmiş, 30.06.2024 tarihinde sona eren döneme ait konsolide bilanço kalemleri değerlemeye konu edilmiştir. Aşağıda bağımsız denetim raporunda yer aldığı şekli ile söz konusu mali tablo kalemleri sunulmaktadır.

Tablo 191: Şirket'in Finansal Verileri

Kullanılan Finansal Tablo Kalemleri - TL	30.06.2024 Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide
FAVOK*	542.443.330
Net Borçluluk	-336.950.450
Özkaynaklar	6.613.176.907
Şirket Toplam Kurulu Güç - MW	
Kurulu Güç	180,18

*Yıllıklandırılmış FAVÖK

Yıllıklandırılmış FAVÖK hesaplamasında Şirket'in 30.06.2023 ve 30.06.2024 tarihleri arasındaki döneme ilişkin gelirlerinden faaliyet giderleri çıkartılmış, bunun üzerine nakit çıkışı gerektirmeyen amortisman giderleri eklenerek FAVÖK kalemine ulaşılmıştır. Bu hesaplama içinde esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri dahil edilmemiştir. 31.12.2023 tarihli mali tablolar değerlendirmeye alınırken ilgili döneme ilişkin katsayı ile 30.06.2024 tarihine endekslenmiştir. Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla FAVÖK hesaplaması detayları verilmektedir.

Tablo 192: Faiz Vergi Öncesi Kar (FAVÖK)

TL	30 Haziran 2023	31 Aralık 2023*	30 Haziran 2024	Yıllıklandırılmış 30 Haziran 2024
Brüt Kar	143.972.165	224.710.211	97.649.518	178.387.564
Faaliyet Giderleri	-21.316.515	-39.206.718	- 34.602.168	-52.492.371
Amortisman	169.636.441	411.167.452	175.017.126	416.548.137
FAVOK	292.292.091	596.670.945	238.064.476	542.443.330

*30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla Net Borç hesaplaması verilmektedir. Net Borç hesaplamasında Şirket'in 30.05.2024 tarihli Genel Kurulu ile almış olduğu nakit kar payı dağıtım kararına istinaden 30.807.530 TL düşülmüştür.

Tablo 193: Net Borçluluk

TL	30 Haziran 2024
Net Borçluluk	-336.950.450
Finansal Borçlar (-)	506.880.907
Nakit (+)	874.638.887
Dağıtılan Kar Payı (-)	30.807.530

5.2.1.2 Yurt İçi Benzer Şirketler Analizi

Enda Enerji Holding'in faaliyet konusu Şirket Esas Sözleşmesi'nin 3. maddesine göre Şirket'in amaç ve konusu; her nevi doğal ve suni kaynaklardan enerji üretmek amacıyla tesisler kuran, ileten, depolayan, satan, kurulmuş ve kurulacak şirketlere iştirak etmektir. Bu kapsamda Şirket bağlı ortaklıkları ile birlikte yenilenebilir enerji kaynaklarından yatırımcı sıfatı ile her türlü üretim teknolojileriyle enerji üretim projeleri geliştirmekte, yatırımları gerçekleştirmekte ve üretim santrallerini işletmeye alarak elektrik üretimi, satışı ve elektrik ticaretini yapmaktadır. Bu kapsamda benzer şirket olarak yenilenebilir enerji kaynaklarından üretim yapan elektrik üretim şirketleri dikkate alınmıştır. FD/Kurulu Güç çarpanı için ise şirket portföy ağırlıklarının dağılımı incelenmiş, portföyünde yalnızca güneş enerji santrali bulunan yenilenebilir enerji şirketleri dikkate alınmamıştır ve medyan ile yakın bir çarpan değerine ulaşılmıştır.

BİST Yenilenebilir Enerji Endeksindeki şirketlerinin 30.09.2024 tarihi itibarıyla mevcut piyasa değerleri üzerinden 2024/06 dönem sonu mali tablolarına göre hesaplanan PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanları aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

Tablo 194: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	8,64x
FAVÖK	542.443.330
Net Borç (-)	-336.950.450
Özsermaye Değeri	5.025.868.564

Tablo 195: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	0,78x
Özsermaye @30.06.2024	6.613.176.907
Özsermaye Değeri	5.151.980.938

Tablo 196: FD/Kurulu Güç Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/Kurulu Güç Çarpanı	1,51x
Kurulu Güç	180,18
TCMB USD/TRY Alış Kuru	34,121
Net Borç (-)	-336.950.450
Özsermaye Değeri	9.622.629.305

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanlarına eşit ağırlık verilmiştir. Bu şekilde hesaplanan ilgili değere net nakdin eklenmesi sonucu oluşan

piyasa değerlerinin, eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Enda Enerji Holding için 6.600.159.602 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 197: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	33%	5.025.868.564
PD/DD	33%	5.151.980.938
FD/Kurulu Güç	33%	9.622.629.305
Özsermaye Değeri		6.600.159.602

5.2.1.3 Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi

Yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi yöntem ile yapılacak değerleme için işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 5.1. bölümünde hesaplamaları gösterilmiş olan seçilmiş yurt dışında faaliyet gösteren yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yapan şirketlerin, 6 aylık yıllıklandırılmış mali tablolarına göre hesaplanan 30.09.2024 tarihli PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanları dikkate alınarak değerleme yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/Kurulu Güç çarpanlarına göre Şirket için hesaplanan Özsermaye Değerleri verilmektedir.

Tablo 198: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	542.443.330
Net Borç (-)	-336.950.450
Özsermaye Değeri	6.704.022.063

Tablo 199: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özkaynak Değeri	6.613.176.907
Özsermaye Değeri	10.936.261.536

Tablo 200: FD/Kurulu Güç Çarpanına Göre Özsermaye Değeri Hesabı

TL	
FD/Kurulu Güç Çarpanı	2,02x
Kurulu Güç	180,18
TCMB USD/TRY Alış Kuru	34,121
Net Borç (-)	-336.950.450
Özsermaye Değeri	12.750.740.933

Tablo 201: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	33%	6.704.022.063
PD/DD	33%	10.936.261.536
FD/Kurulu Güç	33%	12.750.740.933
Özsermaye Değeri		10.130.341.510

FD/FAVÖK, PD/DD ve FD/Kurulu Güç çarpanlarına göre hesaplanan Firma Değeri net borç düzeltilmesinden sonra Yurt İçi Çarpan Analizinde kullanılan benzer oranlar kullanılmış ve Enda Enerji Holding için **10.130.341.510 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

5.2.1.4 Nihai Piyasa Çarpan Analizi Değeri

Yurt içi ve yurt dışı seçilmiş benzer şirketler analizi sonucu hesaplanan değerler eşit ağırlıklı olarak dikkate alınmış ve Enda Enerji Holding için **8.365.250.556 TL** özsermaye değerine ulaşılmıştır.

Tablo 202: Piyasa Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Benzer	50%	6.600.159.602
Yurt Dışı Benzer	50%	10.130.341.510
Toplam Özsermaye Değeri		8.365.250.556

6 SONUÇ

Nihai Değerleme kapsamında Enda Enerji Holding Özsermaye Değeri için kullanılan Maliyet Yaklaşımı çerçevesinde Net Aktif Değer Yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analiz Yöntemi ile hesaplanan Şirket Özsermaye Değerine eşit ağırlık verilerek, Enda Enerji Holding için Halka Arz İskontosu öncesi Nihai Özsermaye Değeri **7.725.669.121 TL** olarak belirlenmektedir.

Enda Enerji Holding enerji yatırımları yapmakta olan bir şirket olup, halka arzdan elde edilecek fon ile organik ve inorganik yatırımlarla büyümeyi hedeflemektedir. Bu kapsamda Fon Kullanım Yeri Raporu'nda da belirtildiği gibi Şirket mevcut kapasite artırım yatırımları yanında, inorganik büyüme çerçevesinde satın almalar yapılması da gündemdedir. Şirket bu kapsamda çalışmalarını sürdürmekte olup, Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, bu konuda dikkate alınması gerekecek nitelikte bir işlem gerçekleşmediği için, işbu Fiyat Tespit Raporu'nda olası bir satın almanın Şirket değerine katkısına ilişkin bir değerlendirme yapılmamıştır. Ancak Şirket'in bu tür büyüme planlarının Şirket'in halka arz sonrası değerine olumlu etki yapacağı düşünülmekte ve bu çerçevede halka arz iskontosunun %22 olarak uygulanmasının makul olacağı değerlendirilmektedir.

Bu noktada söz konusu Özsermaye Değerine %22 halka arz iskontosu uygulanarak, Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri **6.026.021.915 TL** ve pay başına değer de **17,4426 TL** olarak hesaplanmaktadır. En yakın fiyat adımına yuvarlanması sonucu pay fiyatı **17,44 TL** olarak belirlenmiştir.

Tablo 203: Değerleme Sonucu

TL	Net Aktif Değer	Piyasa Çarpanları Analizi
Özsermaye Değeri	7.086.087.686	8.365.250.556
Ağırlık	%50	%50
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		7.725.669.121

Pay Başı Değer Hesaplaması - TL	
Halka Arz Öncesi Sermaye	345.477.486
Halka Arz İskontosu Öncesi Özsermaye Değeri	7.725.669.121
Halka Arz İskontosu (-)	22%
Halka Arz İskontosu Sonrası Özsermaye Değeri	6.026.021.915
Pay Başına Değer (TL)	17,4426
Pay Başına Fiyat (TL)	17,44

SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

Ref: 3100

Konu: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 2024/0501 sayılı Enda Enerji Holding A.Ş Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.



Sinan GÜNDÜZ

Genel Müdür Yardımcısı



S. Ayça ATALAY

Kurumsal Finansman
Grup Müdürü

SERMAYE PİYASASI KURULU
ORTAKLAR FİNANSMANI DAİRESİ BAŞKANLIĞI
Eskişehir Yolu 8.Km No:156
06530 ANKARA

Ref: 3100

Konu: Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı

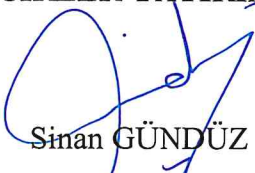
Enda Enerji Holding A.Ş'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen 2024/0501 sayılı Fiyat Tespit Raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgeleri, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TACİRLER YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.


Sinan GÜNDÜZ
Genel Müdür Yardımcısı


S. Ayça ATALAY
Kurumsal Finansman
Grup Müdürü