

**ÖDÜNÇ PARA ALMA İŞLEMİ
DEĞERLEME RAPORU**

Şubat 2010

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.
Yönetim Kurulu Başkanlığı'na

Öncelikle Sermaye Piyasası Kurulu'nun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı ilke kararında yer alan hususlar doğrultusunda sunulan değerlendirme hizmetiyle ilgili olarak şirketimizin;

- Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü";
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu yazılı genelgeler;
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması süreçlerinde kullanılacak dokümanlar;
- Değerleme çalışmalarının teknik alt yapısını oluşturan her türlü bilgi bankası ve benzeri altyapı;
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma alt yapısına sahip bulunduğunu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2003/34 Sayılı Haftalık Bülteninin "E-Duyurular" bölümünde belirtilen değerlendirme hizmeti yapabilme niteliklerine sahip olduğumuzu
- Değerleme Uzmanı olarak tarafsız olup, hizmet ücretimizin koşullara bağlanmamış olduğunu, değerlemenin önyargısız olarak yapıldığını ve bunların yanı sıra standartların ve tespit edilen değerlerin uygulanabilirliğini ilgili duyuru ve uluslararası denetim standartları gereği beyan ederiz.

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş (Akenerji) ilişkili taraf durumundaki Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş.'den (Akkök) **10.000.000 ABD doları** tutarında ödünç para almış olup bu hususa ilişkin tarafımızca 07.05.2009 tarihli değerlendirme raporu yazılmış, uygulanacak faiz oranının (%4,00 - %7,53) emsal fiyat aralığı sınırları içinde olmasının adil ve makul olduğu belirtilmiştir.

Daha sonra bu borcun vadesinin yedi ay uzatımı nedeniyle yine tarafımızca yazılan 04.08.2009 tarihli değerlendirme raporunda yeni vadede uygulanacak faiz oranının, uygulanmakta olan (%4,00 - %7,53) emsal fiyat aralığından (%3,00 - %4,50) emsal fiyat aralığı sınırları içine çekilmesinin adil ve makul olacağı belirtilmiştir.

Bu defa ödünç verilmiş paranın vadesi 30.06.2010 tarihine kadar uzatılmaktadır. Bu durum, değişen piyasa koşulları dikkate alınarak faiz oranlarının yeniden değerlendirme çalışması ile belirlenmesini gerekli kılmaktadır. Bu nedenle işbu rapor Akenerji'nin ilişkili kuruluşu Akkök ile gerçekleştirdiği ödünç para alma işlemine ilişkin vade uzatımının "Seri: IV No: 41 Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği" hükümleri ile Seri: VIII, No: 45 sayılı SPK Tebliği ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartları yönünden bir analizini içermektedir. Raporun buna göre aşağıdaki hususlar çerçevesinde değerlendirilmesi gerekir.

SPK'nın "(Seri: IV No: 41) Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği" hükümlerine göre payları borsada işlem gören ortaklıklar ile ilişkili tarafları arasındaki varlık, hizmet veya yükümlülük transferleri işlemlerinde her bir işlemin tutarının, ortaklığın Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya

açıklanan son yıllık finansal tablolarında yer alan aktif toplamının veya brüt satışlar toplamının % 10'una veya daha fazlasına ulaşacağıın öngörülmesi durumunda, işlem öncesinde, Kurulca esasları belirlenen kuruluşlara işlemin değerlemesinin yaptırılması zorunludur.

Bu kapsamda ilişkili taraf işlemlerinin değerlemesini yapan kuruluş, işlemin şartlarının "adil ve makul" olup olmadığına ilişkin görüşüne raporunda yer vererek raporunu ortaklık yönetim kuruluna sunar. Ortaklık yönetim kurulu buna göre söz konusu raporu dikkate alarak ilişkili taraf ile yapılacak işlemlerin gerçekleştirilip gerçekleştirilmeyeceğine karar verir.

İşbu rapor yukarıda belirtilen bu amaca yönelik olarak düzenlenmiştir. Ayrıntıları ekli raporumuzda açıklandığı üzere Akenerji ve Akkök arasındaki işlem karşılığında, Akenerji tarafından Akkök'e ödenecek adil ve makul faiz oranı tespitinde "Emsal Karşılaştırma Yöntemi" esas alınarak hesaplama yapılmıştır.

Buna göre;

- Akkök tarafından Akenerji'ye ABD doları cinsinden **30.06.2010** vadeli ve dönem sonu faiz ödemeli ödünç para verme işleminde uygulanacak yıllık bazda faiz oranının uygulanmakta olan (%3,00 - %5,40) emsal fiyat aralığından (**%2,55 – %3,60**) emsal fiyat aralığı sınırları içine çekilmesinin adil ve makul olacağı,
- Dünya ve Türkiye ekonomisinin şu sıralarda çok hızlı bir değişim sürecinden geçmesi nedeniyle emsal faiz oranlarının sabit kalmayacağı muhakkaktır, bu faiz oranlarında vuku bulacak önemli değişikliklere göre bu oranların o günkü şartlara göre yeniden revize edilmesinin doğru olacağı

sonucuna varılmıştır.

İstanbul 09.03.2010

Kapital Karden Bağımsız Denetim ve YMM. A.Ş.
Sorumlu Ortak Başdenetçi
N. Lokman Ketenci

İÇİNDEKİLER	Sh.
I- DEĞERLEME SÖZLEŞMESİ VE RAPORU HAKKINDA BİLGİLER	5
II- DEĞERLEME AMAÇ KAPSAM VE İLKELERİ	
1- Raporun Amacı	6
2- Sınırlayıcı Koşullar	6
3- Etik İlkeler	7
III- İLİŞKİLİ TARAFLARIN TANITIMI VE DEĞERLEME KONUSU İŞLEMLER HAKKINDA BİLGİLER	
1- Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	8
2- İlişkili Şirket (Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş.) Hakkında Bilgiler	9
3- Değerlemeye Konu İşlemler Hakkında Genel Bilgiler	10
IV- ÖNEMLİ DEĞERLEME KAVRAMLARI VE EN UYGUN YÖNTEMİN SEÇİMİ	
1- Tanımlar	11
2- Uluslararası Değerleme Standartlarında Değerleme Yaklaşımları	11
2.1- Emsal Karşılaştırma Yöntemi	12
2.1.1- Emsallere uygunluk ilkesi	13
2.1.2- Karşılaştırılabilirlik Faktörleri	14
2.1.3- Emsal Fiyat Aralığı (Arm's length margin)	15
2.2- Maliyet Yaklaşımı Yöntemi	15
2.3- Gelir İndirgeme Yaklaşımı Yöntemi	16
3- En Uygun Yöntem Seçimi ve Gerekçesi	16
3.1- Seçilmeyen Yöntemler	16
3.1.1- Maliyet Yaklaşımı Yönteminin Tercih Edilmeme Nedenleri	16
3.1.2- Gelir İndirgeme Yönteminin Tercih Edilmeme Nedenleri	16
3.2- Seçilen Yöntem ve Gerekçesi	17
V- EMSAL FAİZ ORANI TESPİT ANALİZİ	
1- Değerlemesi Yapılan Faaliyete İlişkin Hususlar	18
2- Emsallere Uygun Faiz Oranı	19
3- Seçilen Yönteme Göre Taraflar için En Uygun Faizin Belirlenmesi	21
4- Sonuç	22
EKLER	23

I-DEĞERLEME SÖZLEŞMESİ VE RAPORU HAKKINDA BİLGİLER

- 1.1 Sözleşme Tarihi : 26.02.2010
- 1.2 Değerleme Tarihi : 01.03.2010
- 1.3 Rapor Tarihi : 09.03.2010
- 1.4 Raporu Hazırlayanlar : N.Lokman Ketenci
Sorumlu Ortak Baş Denetçi
- 1.5 Değerlemeyi Yapan Şirket Unvanı ve İletişim Bilgileri : **KAPİTAL Karden Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş.**
Siklamen Sokak No:1, 3. Levent – İstanbul
Tel: 0 212 284 39 00
Faks: 0 212 284 39 01
- 1.6 Değerleme Talebinde Bulunan Müşteri Unvanı ve İletişim Bilgileri : **Akenerji Elektrik Üretim A.Ş**
:Miralay Şefik Bey Sokak Akhan No:15
Kat:3-4 Gümüşsuyu / İstanbul
Telefon: 0 212 249 82 82
Faks: 0 212 249 73 55
- 1.7 Değerleme Raporu Hakkında Gerekli Görülen Diğer Açıklamalar Akenerji Elektrik Üretim A.Ş (Akenerji) ilişkili taraf Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş. (Akkök)'den 10.000.000 ABD doları tutarında ödünç para almış olup bu hususa ilişkin faiz oranı konusunda tarafımızca 04.08.2009 tarihli değerlendirme raporu yazılmıştır.
- Bu defa söz konusu borcun vadesi 30.06.2010 tarihine kadar uzatılmaktadır, bu da değişen piyasa faiz oranlarının dikkate alınarak yeniden değerlendirme çalışması yapılmasını gerekli kılmakta olup bu raporumuz bu hususa ilişkin olarak yazılmıştır.

II- DEĞERLEME AMAÇ, KAPSAM ve İLKELERİ

1. Raporun Amacı

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş (Akenerji) ilişkili taraf durumundaki Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş (Akkök)'den Nisan 2009'da 10.000.000 USD tutarında 3 ay vadeli ödünç para almış olup, buna ilişkin tarafımızca 07.05.2009 tarihli değerlendirme raporu yazılmıştır.

Daha sonra vadenin bitimi ile birlikte, 24.7.2009 tarihinde bu ödünç para verme işleminin vadesi 7 ay süre ile uzatılmış olup, koşullara ilişkin olarak yine tarafımızca 04.08.2009 tarihli bir değerlendirme raporu yazılmıştır.

Bu defa Akenerji ilişkili taraf durumundaki Akkök'den 7 ay önce uzatma yapmış olduğu ödünç paranın vadesini 30.06.2010 tarihine kadar tekrar uzatmaktadır. Bu rapor, Akkök'ün ilişkili kuruluşu Akkök ile gerçekleştireceği bu ödünç para alma işleminin "Seri: IV No: 41 Sermaye Piyasası Kanunu'na Tabi Olan Anonim Ortaklıkların Uyacakları Esaslar Hakkında Tebliği" hükümleri ile Seri: VIII, No: 45 sayılı SPK Tebliği ekinde yer alan Uluslararası Değerleme Standartları yönünden bir analizini incelemektedir, Raporun buna göre aşağıdaki hususlar çerçevesinde değerlendirilmesi gerekir.

Değerleme çalışmalarında genel kabul görmüş değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Bu çalışma, karar alıcılara yardımcı olacak bilgileri sağlamayı amaçlamaktadır.

Şu bilinen bir gerçektir ki, piyasa fiyatı (fair market value), herhangi bir etki altında olmaksızın ve bilinen tüm bilgilerin ışığında hareket eden istekli bir alıcı ile istekli bir satıcı arasında, değişime esas olarak kabul edilen değerdir. Bu raporda ise, ödünç verilen/alınan paranın şartlarının adil ve makul olup olmadığı konusu değerlendirilmektedir. Burada konuyla ilgili olarak tek üzerinde durulacak ya da değerlemesi yapılacak husus faiz oranı olup diğer konularda (vade, teminat, geri ödeme koşulları vs.) emsal araştırması ya da değerlendirme yapılması ve bir yargıya varılması anlamsız ve olanaksızdır.

2. Sınırlayıcı Koşullar

Yukarıda açıklandığı üzere bu değerlendirme Raporu ("**Rapor**") KAPİTAL Karden Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. ("**Kapital**") tarafından münhasıran Akenerji yönetimi için, ödünç alınan paranın şartlarının adil ve makul olup olmadığı konusunun belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

İşbu Rapor, Şirket tarafından Kapital'e verilen ve kamuya mal olmuş / genel olarak bilinen bilgiler tarafımızdan kullanılarak hazırlanmıştır. Verilen ve kamuya mal olmuş bilgilerin doğruluğu, Kapital tarafından özel / bağımsız olarak teyit edilmemiş / araştırılmamıştır. Ayrıca, Şirket'ten bu bilgilerin doğruluğunun teyit edilmesi talep edilmemiştir. Dolayısıyla, bu Rapor'un hazırlanmasında, özel / bağımsız doğrulamaya başvurulmadan, Şirket tarafından verilen tüm finansal ve diğer bilgilerin veya - tüm tahminler dâhil olmak üzere - kamuya mal olmuş tüm bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğü esas alınarak görüş bildirilmiştir. Bu sebeple, bu Rapor'un hazırlanmasında Kapital verilen bilgilerin bütünlüğü ve doğruluğu veya işbu Rapor ile ilgili olarak yapılmış olan herhangi bir yazılı veya sözlü iletişime veya

ürünler / hizmetler ile ilgili olarak Şirket tarafından yapılmış olan herhangi bir araştırma için, açık veya üstü kapalı olarak hiçbir şekilde kefil olamaz, garanti veremez. Bu Rapor'da varılmış olan sonuçlar ekonomik koşullar, piyasa koşulları ve hazırlanmış olduğu tarih itibari ile geçerli olan diğer koşullar esas alınarak belirlenmiştir. Şirket tarafından bize sunulan herhangi bir bilginin eksik veya yanlış olması halinde bu durum Rapor'daki değerlemeleri ve tavsiyeleri maddi olarak etkileyebilecek nitelikte olabilir. Bu halde Kapital hiçbir şekilde herhangi bir sorumluluk kabul etmeyecektir. Rapor, hâlihazırda mevcut uygulama, ekonomik, piyasa ve diğer koşullar esas alınarak ve işbu tarih itibari ile bize verilen bilgiler ışığında hazırlanmış olsa dahi, sonra meydana gelebilecek olan gelişmelerin bu Rapor üzerinde maddi etkileri olabilecektir.

Bu Rapor, Kapital tarafından hazırlanmıştır ve Şirket'in söz konusu Rapor içerisinde müspet gösterilen veya tanımlanan işlemleri yerine getirmesi için bir tavsiye niteliğinde değildir. Rapor Şirket'in münhasır ve münferit kullanımı için hazırlanmıştır. Şirket bu Rapor'u kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunabilir. Rapor'un teslimi ile Şirket, Rapor içerisinde verilen bilgilerin kamu kurum ve kuruluşları ile mahkemeye sunulması haricinde gizli tutulacağını Kapital'e taahhüt eder. Rapor, hiçbir zaman Kapital'in yazılı ön izni olmadan üçüncü şahıslara dağıtım amacıyla kısmen veya tamamen çoğaltılmaz veya kopya edilemez.

3. Etik İlkeler

Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun Değerleme işlemlerinin temeli, peşin hüküm ve bencillikten uzak, raporları açık ve yanlış yönlendirmelere yol açmayan, değerlendirme anlayışına temel teşkil eden tüm konuları açıklayan, dürüst ve ehil profesyonel Değerleme Uzmanları tarafından yapılmasıdır. Değerleme Uzmanları, değerlendirme mesleğine olan kamu güvenini sürekli olarak arttırmalı ve korumalıdır.

Değerleme Uzmanları, yasalar ve hukuki düzenlemeler uyarınca, müşteriler, gelecekteki kullanıcılar, ulusal kurum veya kuruluşların talebi üzerine veya kendi seçimleri ile bu standartlara uyarlar. Değerleme faaliyetlerini Uluslararası Değerleme Standartlarına uygun olarak yürüten bir Değerleme Uzmanı bu Davranış Kurallarına uymakla mükelleftir.

Bu kurallar yasaların üzerinde olmadığı gibi, Değerleme Uzmanının çalışmalarının gözetim ve denetimini üstlenen ulusal kurum veya kuruluşların kuralları, tüzükleri ve yönetmeliklerini tamamlamaktan başka bir maksadı yoktur.

Bu standartlara göre hazırlanmış değerlemeler, ancak değerlemede kalite, ehliyet, deneyim, ahlaka uygunluk ve aleniyet kurallarını uygulatan genel kabul gören ulusal meslek örgütlerinin eğitimli uzman üyeleri tarafından hazırlandıkları takdirde nihai kullanıcı nezdinde kabul görür.

II. İLİŞKİLİ TARAFLARIN TANITIMI ve DEĞERLEME KONUSU İŞLEMLER HAKKINDA BİLGİLER

1. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.

1.1 Genel Bilgi

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin faaliyet konusu, elektrik enerjisi ve buhar üretimidir. Bağlı ortaklıkların faaliyet konuları, elektrik enerjisi üretmek, iletmek, dağıtmak, satın almak ve satmak ve bu amaçla ilgili olarak tesisler kurmak ayrıca elektrik enerjisi mevzuatına uygun olarak yurt içinde elektrik enerjisi ve/veya kapasitenin toptan alım ve satım faaliyetlerinde bulunmaktır. Aşağıda faaliyet konuları hakkında özet bilgiler yer almaktadır.

Şirket, Yalova, Çerkezköy, Bozüyük, Alaplı, Çorlu, Bursa-Orhangazi, Denizli, Bursa-Gürsu, Uşak, Yalova Akal, İzmir-Batıçim ve İzmir-Kemalpaşa Santralleri'nde kojenerasyon ve kombine çevrim teknolojileriyle elektrik ve ısı enerjisi üreterek, sayısı 400'ü aşan sanayi kuruluşunun elektrik ve buhar ihtiyacını karşılamaktadır.

Üretilen elektrik, direkt hatlar vasıtası ile doğrudan Akenerji barası üzerinden, ya da ulusal enterkonnekte sistemi üzerinden iletilmekte, ısı enerjisi (buhar/sıcak su) ise direkt boru hatları vasıtasıyla tedarik edilmektedir.

Öte yandan Akenerji, sayısı 400'ü aşkın işletmenin elektrik enerjisi talebini ve santrallerin yakınında bulunan ortaklarının ısı enerjisi talebini; Yalova, Çerkezköy (Tekirdağ), Alaplı (Zonguldak), Bozüyük (Bilecik), Çorlu (Tekirdağ), Orhangazi (Bursa), Denizli, Gürsu (Bursa), Uşak ve Yalova Akal, Batıçim (İzmir) ve Kemalpaşa'da (İzmir) kurulu; toplam 541 MW elektrik ve 1107 ton/saat buhar üretim kapasitesine sahip santralleri ile karşılamaktadır.

Akenerji, 541 MW'lık mevcut kurulu gücüne ek olarak, toplam 375 MW kapasiteli 9 adet hidroelektrik santrali ve 15 MW kapasiteli bir rüzgâr santrali yatırımlarına devam etmektedir.

31 Aralık 2009 tarihi itibarıyla çalışan personelin ortalama sayısı 203 (iki yüz üç)'dür.

Adres ve iletişim bilgileri: Miralay Şefik Bey Sokak Akhan No:15 Kat:3-4 Gümüşsuyu / İstanbul

Telefon: 0 212 249 82 82

Faks: 0 212 249 73 55

1.2 Sermaye Yapısı ve Ortaklar. (Rapor Tarihi itibarıyla)

Ortaklık Yapısı		
CEZ, a.s.	37.36%	24.411.946 TL
Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş.	20,43%	13.350.834 TL
Akarsu Enerji Yatırımları Sanayi ve Ticaret A.Ş.	16.93%	11.061.111 TL
Halka Açık Kısım	25.28%	16.516.108 TL
Toplam Ödenmiş Sermaye	100.00%	65.340.000 TL

2. İlişkili Taraf (Akkök Sanayi Yatırım ve Geliştirme A.Ş) Hakkında Bilgiler

2.1 Genel Bilgi

Akkök 27 Haziran 1979 tarihinde Türkiye’de anonim şirket olarak kurulmuş olup faaliyet konusu her nevi kurulmuş veya kurulacak şirketlerin sermayelerine ve idarelerine iştirak etmek, aracılık ve menkul kıymet portföyü işletmek amacı gütmeksizin her nevi hisse senetlerini satın almak, satmak, başka hisselerle değiştirmek, iştiraklerini arttırmak, azaltmak ve sona erdirmektir.

Akkök’ün iştirak ettiği şirketlerin hepsi birlikte “Akkök Grubu” olarak adlandırılmıştır. Akkök Grubu’nun ana faaliyet konuları kimya, enerji, tekstil, gayrimenkul geliştirme ve liman işletmeciliğidir. Aksa Akrilik Kimya Sanayii A.Ş, tek çatı altındaki en büyük entegre akrilik elyaf üreticilerinden biridir. Ak-Kim Kimya Sanayi ve Ticaret A.Ş, muhtelif sektörlerde girdi olarak kullanılan inorganik ve organik kimyasalları üreten, geliştirdiği teknolojileri de satabilen bir şirkettir. Akenerji Elektrik Üretim A.Ş, 541,3 MW/yıl elektrik üretim kapasitesi ile Türkiye’nin ilk özel sektör enerji üreticisi konumundadır. Özellikle yünlü kumaş üretiminde ve ihracatında yoğunlaşmış olan Aksu iplik Dokuma ve Boya Apre Fabrikaları T.A.Ş. ve akrilik ve yünlü karışımli iplikler üreten Ak-Al, Akkök Grubu’nun tekstil sektöründe faaliyet gösteren birer şirkettir. Gayrimenkul geliştirme faaliyetleri Akmerkez Gayrimenkul Yatırım Ortaklığı A.Ş. bünyesindeki Akmerkez Alışveriş Merkezi, GAC Gayrimenkul Yatırımı A.Ş. bünyesinde Akkoza Alışveriş Merkezi ve Saf Gayrimenkul Geliştirme İnşaat ve Ticaret A.Ş. bünyesinde Acıbadem Projesi ile yürütülmekte olup, Akkök Grubu’nun faaliyetleri arasında yer almaktadır. Tekirdağ Limanı’nı 1997 yılında Türkiye Denizcilik İşletmesi’nden devralan Akkök Grubu, Akport Tekirdağ Liman İşletmeleri A.Ş. şirketini kurarak liman işletmeciliği faaliyetlerine başlamıştır. Akkök Grubu, ana faaliyet alanlarının yanı sıra, lokantacılık, pazarlama, hava taşımacılığı, sigorta ve turizm sektörlerinde de faaliyet göstermektedir.

Akkök Grubu’nun 31 Aralık 2008 tarihi itibarıyla ortalama personel sayısı 3.080 kişidir.

Adres ve iletişim bilgileri:

Gümüşsuyu, Miralay Şefikbey Sokak. Akhan No:15 Beyoğlu-İstanbul-TÜRKİYE

Telefon: 0212 393 01 01

Faks: 0212 393 01 02

2.2 Sermaye Yapısı ve Ortaklar

Ortaklık Yapısı		TL.
A.R.D. Holding	33,33%	4.365.840
Atlantik Holding	33,33%	4.365.840
N.D.Ç. Holding	33,33%	4.365.818
Diğer (%10’ dan daha azına sahip ortaklar)	0,01%	23
Toplam Ödenmiş Sermaye	100,00%	13.097.521

3. Değerlemeye Konu İşlemler Hakkında Genel Bilgiler

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.'nin sermaye yapısından görüldüğü üzere Akkök şirketin en büyük hissedarlarından biri konumundadır; bu sebeple birbirleriyle ilişkili şirket konumundadırlar.

Akkök ilişkili taraf durumundaki Akenerji'ye raporun daha sonraki bölümlerinde açıklanacağı üzere önceden vermiş olduğu 10.000.000 ABD Doları borcun vadesini uzatarak finansman sağlamaya devam edecek olup vade 30.06.2010 tarihine uzatılmaktadır. Vade sonunda faiz ve anaparaların ödemesi birlikte yapılacaktır. Erken kapatma opsiyonu mevcuttur. Bu borç verme işlemi belirtildiği üzere hâlihazırda mevcut olan duruma ilave olarak gerçekleşmiş yeni bir borç verme olmayıp, 04 Ağustos 2009 tarihindeki rapora bağlanarak verilmiş olan borcun vadesinin uzatılması işlemidir.

(Seri: IV No: 41) SPK Tebliği uyarınca Payları borsada işlem gören ortaklıklar ile ilişkili tarafları arasındaki varlık, hizmet veya yükümlülük transferleri işlemlerinde her bir işlemin tutarının, ortaklığın Kurul düzenlemeleri uyarınca kamuya açıklanan son yıllık finansal tablolarında yer alan aktif toplamının veya brüt satışlar toplamının % 10'una veya daha fazlasına ulaşacağı öngörülmesi durumunda, işlem öncesinde, Kurulca esasları belirlenen kuruluşlara işlemin değerlemesinin yapılması zorunludur. Bu nedenle planlanan ödünç para verme / alma işleminin bu hüküm uyarınca değerlemesinin yapılması zorunluluğu doğmaktadır.

Bu nedenlerle yapılan çalışmalarımızda iki şirket arasındaki işlem şartlarının "adil ve makul" olmasına ilişkin değerlendirme yöntemleri olarak Uluslararası Değerleme Standartları ile bu konuyla ilgili OECD mevzuatında yer alan yöntemler dikkate alınmıştır.

IV- ÖNEMLİ DEĞERLEME KAVRAMLARI VE EN UYGUN YÖNTEMİN SEÇİMİ

1. Tanımlar

Uluslararası değerlendirme standartlarında yer alan önemli kavramlardan bazıları hakkında aşağıda açıklama yapılmıştır.

Fiyat, bir mal veya hizmet için *arz veya talep* edilen *veya* ödenen tutar için kullanılan bir terimdir. Fiyat genelde belirli bir alıcı/satıcı tarafından belirli şartlar altında mal ve hizmetlere verilen değer için bir göstergesidir.

Maliyet, mal ve hizmetler için ödenen tutar veya o mal ve hizmeti üretmek, yaratmak için katlanılması gereken bedeldir. Mal veya hizmet için ödenen bedel alıcı için onun maliyeti olmaktadır.

Değer, satın alınacak bir mal veya hizmet için alıcılar ve satıcılar arasında oluşturulan fiyat ile ilgili ekonomik bir kavramdır. Değer gerçek bir veri olmayıp belirli bir değer tanımına göre belirli bir zamanda mal ve hizmetler için ödenmesi muhtemel bir fiyatın bir takdirinden ibarettir.

Pazar değeri, bir mülkün uygun bir pazarlamanın ardından birbirleriyle ilişkisi olmayan istekli bir alıcıyla istekli bir satıcı arasında tarafların zorlama olmaksızın bilerek ve basiretli bir şekilde hareket ettikleri bir anlaşma çerçevesinde değerlendirme tarihinde el değiştirmesi gereken tahmini tutardır.

Pazar Değeri terimi ile aynı anlamı taşıyan yasal bir terim olan **Makul Pazar Değeri** terimi de kullanılmaktadır. Bu, bir muhasebe terimi olan **Makul Değer** ile karıştırılmamalıdır (bkz. paragraf 8.1). UDSK, **Pazar Değeri** teriminin daha fazla nitelendirmeye ihtiyaç duymadığı ve tüm ülkelerin bu kullanıma uyum sağlaması gerektiği görüşünü taşımaktadır.

Pazar Değeri ve muhasebe standartlarında sıklıkla anılan **Makul Değer** genelde bağdaşıktırlar. Bir muhasebe kavramı olan **Makul Değer**, Uluslararası Finansal Raporlama Standartları ve diğer muhasebe standartlarında bilgili ve istekli taraflar arasında, herhangi bir ilişkiden etkilenilmeyecek şartlar altında bir varlığın el değiştirebileceği fiyat veya yükümlülüklerin yerine getirilmesinde esas teşkil edecek olan meblağ anlamında kullanılır. Bir varlığın **Pazar Değeri** nin belirlenebildiği durumlarda, bu değer **Makul Değere** eşit olacaktır.

2. Uluslararası Değerleme Standartlarında Değerleme Yaklaşımları

Pazar değerinin takdiri için yapılacak bir değerlendirme, bir veya daha fazla değerlendirme yaklaşımını uygulamasını gerektirir. **Değerleme yaklaşımı** terimi yaygın bir şekilde kullanılan genel kabul görmüş analitik yöntemleri ifade eder. Çeşitli ülkelerde bu yaklaşımlar **Değerleme Yöntemleri** olarak tanınırlar.

Piyasaya dayalı değerlemeler normalde bir veya birkaç değerlendirme yaklaşımını piyasadan elde edilen verileri kullanarak **ikame prensibini** uygulamak suretiyle kullanılırlar. Bu prensip basiretli bir kişinin zaman, risk ve çeşitli güçlüklerin belirsizleştirici etkilerinin olmadığı bir

durumda, eşit derecede tatmin edici mal ve hizmet ikamesine sahip olmak için ödeyeceğinden daha fazlasını bu mal ve hizmet için ödemeyeceği ilkesine dayanır. Orijinal veya ikame olsun, en iyi alternatifin en düşük fiyatı *Pazar Değerini* oluşturma eğilimindedir.

Pazara Dayalı Değerleme Yaklaşımları aşağıdaki yöntemleri içerir.

1. Emsal Karşılaştırma Yöntemi. Bu yaklaşım benzer veya ikame varlıkların satışını ve ilgili piyasa verilerini dikkate alır ve karşılaştırmaya dayalı bir işlemle değer takdiri yapar. Genel olarak değerlemesi yapılan bir varlık, açık piyasada gerçekleştirilen benzer varlıkların satışlarıyla karşılaştırılır. İstenen fiyatlar ve verilen teklifler de dikkate alınabilir.

2. Maliyet yaklaşımı. Bu mukayeseli yaklaşım belirli bir varlığın satın alınması yerine kişinin ya o varlığın tıpatıp aynısını veya aynı yararı sağlayacak başka bir varlığı inşa edebileceği olasılığını dikkate alır.

3. Gelir İndirgeme Yaklaşım Yöntemi. Bu karşılaştırmalı yaklaşım değerlendirme yapılan varlığa ait gelir ve harcama verilerini dikkate alır ve indirgeme yöntemi ile değer tahmini yapar. İndirgeme, gelir tutarını değer tahminine çeviren gelir (genellikle net gelir rakamı) ve tanımlanan değer tipi ile ilişkilidir. Bu işlem, *Hasıla* veya *İskonto Oranı* ya da her ikisini de dikkate alır. Genel olarak ikame prensibi, belli bir risk seviyesinde en yüksek yatırım getirisini sağlayan gelir akışının bizi en olası değer rakamına götüreceğini söyler.

Aşağıda bu yöntemler hakkında açıklamalarımız yer almaktadır.

2.1- Emsal Karşılaştırma Yöntemi

Emsal Karşılaştırma Yöntemi, yukarıda açıklandığı üzere emsallere uygun satış fiyatının, karşılaştırılabilir mal veya hizmet alım ya da satımında bulunan ve aralarında herhangi bir şekilde ilişki bulunmayan gerçek veya tüzel kişilerin birbirleriyle yaptıkları işlemlerde uygulayacağı piyasa fiyatı ile karşılaştırılarak tespit edilmesini ifade etmektedir. Bu yöntemin amacı; emsal değer bulmaktır.

Bu yöntemin uygulanabilmesi için; ilişkili kişilerle yapılan işlemin ilişkili olmayan kişilerle yaptıkları işlemler ile karşılaştırılabilir nitelikte olması ve yapılan işlemlerdeki fiyatlardan farklı olmaması gerekmektedir. Karşılaştırılabilir nitelik kavramı, işleme konu mal veya hizmet ile işlemin koşullarının gerek ilişkili kişiler arasındaki işlemlerdeki, gerekse aralarında ilişki bulunmayan kişilerin arasındaki işlemlerdeki koşullara benzer nitelikte olmasını ifade eder. Söz konusu işlemler arasında farklılıklar mevcutsa, farklılıkların fiyat üzerindeki etkisi düzeltilmektedir. Fakat farklılıkların büyük olması ya da ölçülebilmesinin imkânsız olması halinde bu yöntemin uygulanabilmesi mümkün olmamaktadır. Yöntem uygulanırken dikkat edilecek faktörler aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Mal ve hizmetin niteliği, ürün kalitesindeki farklılıklar,
- Pazarın coğrafi olarak farklılığı,
- Pazar seviyesi (nihai tüketici/toptancı),
- Sözleşme hükümleri,
- Yüklenilen riskler,
- İşlem tarihi
- Ekonomik koşullar
- İş stratejisi

Karşılaştırılabilir nitelikte kontrol dışı işlemlerin bulunması durumunda emsallere uygun fiyat ya da bedelin tespiti bakımından karşılaştırılabilir fiyat yöntemi diğer yöntemlere tercih edilir. Ancak yukarıdaki faktörlerde farklılıklar varsa ve bu farklılıklar makul ayarlamalarla kaldırılamıyorsa bu yöntem tercih edilmez.

Bu yöntemin genel kullanım alanları,

- Ticari emtia alım-satım işlemi,
- Lisans ödemeleri,
- Borçlanma işlemlerinde faiz oranı tespiti,
- Komisyon ödemeleri,

şeklinde sıralanabilmektedir.

Bu yöntemle göre yapılacak değerlendirme çalışmalarında yukarıda açıklandığı üzere benzer varlıkların piyasa verileri dikkate alınarak yapılır, bulunan emsal bedel değerlendirme konusu işlem varlığın değeri olarak dikkate alınır. Bunun için piyasadaki veriler toplanır. Burada emsal karşılaştırması yapılırken dikkate alınması gereken bazı hususlar vardır. Örneğin emsallerin uygun olması, karşılaştırılabilir olması gerekmektedir. Aşağıda bu konular hakkında açıklamalar yer almaktadır.

2.1.1-Emsallere uygunluk ilkesi

İlişkili taraflar arasındaki varlık, hizmet veya yükümlülük transferleri işlemlerinde işlem konusu varlığın *Pazar Değeri* esas olarak onun emsallerinden hareketle belirlenir, onun içinde değer tespiti yapılacak kıymetin emsallerinin bazı ilkelere uygunluk arz etmesi lazımdır. Buna göre "Emsallere uygunluk ilkesi", ilişkili kişilerle yapılan mal veya hizmet alım ya da satımında uygulanan fiyat veya bedelin, aralarında böyle bir ilişkinin bulunmaması durumunda oluşacak fiyat veya bedele uygun olmasını ifade etmektedir.

"Emsallere uygun fiyat veya bedel", aralarında ilişkili kişi tanımına uygun herhangi bir ilişki olmayan kişilerin işlemin gerçekleştiği andaki koşullar altında oluşturduğu piyasa ya da pazar fiyatı olarak da adlandırılan tutardır. Bu fiyat veya bedel, işlem anında hiçbir etki olmaksızın objektif olarak belirlenen en uygun tutar olup, ilişkili kişilerle yapılan işlemlerde uygulanan fiyat veya bedelin bu tutar olması gerekmektedir.

Aralarında ilişki bulunmayan gerçek kişi veya kurumlar arasındaki işlemlerde fiyat, piyasa koşullarına göre belirlendiğinden, ilişkili kişiler arasındaki işlemlerde de aynı koşullar geçerli olmalıdır. Dolayısıyla, taraflar arasındaki ilişkinin mal veya hizmet fiyatlandırmasına herhangi bir etkisi bulunmamalıdır.

İlişkili kişiler arasındaki mal veya hizmet alım ya da satım işlemlerinde uygulanan fiyat veya bedelin piyasa fiyatını yansıtmaması durumunda, ilişkili kişiler arasındaki işlemlerde uygulanan bu fiyat veya bedelin emsallere uygunluk ilkesine aykırı olarak tespit edildiği kabul edilecektir.

Emsallere uygun fiyat veya bedele ulaşmak için öncelikle iç emsal kullanılacak, bu şekilde kullanılacak fiyat veya bedelin bulunmaması ya da güvenilir olmaması halinde dış emsal karşılaştırmada esas alınacaktır.

Bu ilkenin uygulanabilmesi, ilişkili kişiler arasındaki işlemlerle ilişkisiz kişiler arasındaki işlemlerin karşılaştırılabilir olmasına dayanmaktadır. Konuya ilişkin ayrıntılar aşağıdaki bölümde açıklanmaktadır.

2.1.2- Karşılaştırılabilirlik Faktörleri

Karşılaştırılabilirlik analizi, genel olarak ilişkili kişiler arasındaki mal veya hizmet alım ya da satım işlemlerindeki koşullarla, aralarında ilişki bulunmayan kişiler arasındaki benzer nitelikteki işlemlerin koşullarının **karşılaştırılmasına** dayanmaktadır. Bunun için buna ilişkin veri tabanına ihtiyaç bulunmaktadır.

Karşılaştırılabilirlik analizinde;

- Karşılaştırılmakta olan mal veya hizmetlerin nitelikleri,
- İlişkili ve ilişkisiz kişilerin yerine getirdikleri işlevler ve üstlendikleri riskler, (Fonksiyonel analiz)
- İşlemlerin gerçekleştiği pazarın yapısı (pazar hacmi, pazarın yeri gibi) ve
- Ekonomik koşullar ile
- Kurumların iş stratejileri

dikkate alınacaktır.

Aşağıda (a) ve (b) bölümlerinde yer alan unsurların ilişkili ve ilişkisiz kişiler arasında karşılaştırılmasında, söz konusu işlemlere ilişkin sözleşme koşullarının da (sağlanan garantinin kapsamı ve süresi, taşıma süreleri, kredi süreleri gibi) dikkate alınması gerekmektedir.

Bu çerçevede, kontrol altındaki işlemler ile kontrol dışı işlemler karşılaştırılırken aşağıda açıklanan unsurların göz önüne alınması gerekmektedir.

a) Mal veya hizmetlerin nitelikleri:

Mal veya hizmetlerin niteliğindeki farklılıklar, genellikle söz konusu mal ya da hizmetlerin değerinde belli bir farklılığa da neden olmaktadır. Bu nedenle, kontrol altındaki işlem ile kontrol dışı işlemlerin karşılaştırılabilirliğinin tespitinde, bu tür farklılıkların da göz önünde bulundurulması gerekmektedir.

b) Fonksiyonel analiz:

İlişkisiz kişiler arasındaki işlemlerde, her bir tarafın kullandığı varlıklar ve üstlendiği riskler, emsallere uygun fiyat veya bedel üzerinde doğrudan etkide bulunmaktadır. Dolayısıyla, yapılan işlemlerin karşılaştırılabilirliğinin tespitinde, tarafların gerçekleştirdikleri işlevlerin göz önünde bulundurulması zorunludur.

Karşılaştırma faktörleri olarak işletmelerde yerine getirilen tüm uygun fonksiyonlar gözönünde alınır ve ağırlıklandırılır. Fonksiyonlar ve ayrıca riskler her bir işlemin getirisini direkt olarak etkilemektedir. Daha fazla risk alan ve daha fazla fonksiyon üstlenen taraf daha fazla getiri almalıdır.

Akenerji ve Akkök arasındaki işlem ödünç alma verme işlemi olduğu için fonksiyonel analiz yapmaya gerek bulunmamaktadır.

c) Ekonomik koşullar:

İşlem konusu mal veya hizmet aynı olmasına karşın, pazardaki ekonomik koşullar farklıysa, emsallere uygun fiyat farklı olabilecektir. Bu nedenle, karşılaştırma yapılırken pazar koşullarının aynı olması ya da fiyat üzerinde etkisi bulunan farklılıkların düzeltimlerle giderilebilir olması gerekmektedir.

Bir piyasanın ekonomik koşulları farklı ise fiyatlar değişebilir. OECD'ye göre İşlemlerin zamanı ve tarihi ekonomik koşulları varlığı fiyatlar üzerinde etkili olabilir. Bu nedenle Akenerji ve Akkök arasındaki işlemi bugünkü ekonomik koşullar içinde irdelemek lazımdır.

d) İş stratejileri:

İş stratejileri, karşılaştırma yapılırken dikkate alınması gereken önemli hususlardan biri olup, bu stratejiler arasında pazar payının artırılması ve/veya korunması, yenileme ve yeni ürün geliştirilmesi, riskten kaçınma, portföy çeşitlendirmesi ve işin gündelik akışına ilişkin diğer faktörler sayılabilir.

Eğer karşılaştırılan işlemler farklı iş stratejilerini amaçlamışsa, fiyatlar ve kar marjları da farklı olacaktır, dolayısıyla, bu iki işlem arasındaki farklılıkları giderecek makul bir düzeltme yapmadan karşılaştırılmamalıdır.

En çok bilinen iş stratejisi pazara giriş stratejisidir. Bu durumda, girmek için yeni bir pazar arayan ya da Pazar payını arttırmak isteyen bir şirket aynı piyasadaki rakiplerinden daha düşük fiyat uygulayacaktır.

2.1.3- Emsal Fiyat Aralığı (Arm's length margin)

Emsallere uygunluk ilkesi açısından en güvenilir sonuç, karşılaştırmalar sonucunda ulaşılan tek bir fiyat veya bedeldir. Bununla birlikte, yapılan karşılaştırmalar ve uygulanan yöntemler sonucu tek bir fiyat veya bedelden ziyade birbirine yakın birden çok sonucu içeren belli bir fiyat veya bedel aralığına ulaşmak da mümkün olabilmektedir.

2.2- Maliyet Yaklaşımı Yöntemi

Maliyet yöntemi, emsallere uygun fiyatın, ilgili mal veya hizmet maliyetlerinin makul bir brüt kar oranı kadar artırılması suretiyle hesaplanmasını ifade etmektedir. Makul brüt kar oranı, işlemi yapan tarafın bu mal veya hizmetlere ilişkin olarak ilişkisiz kişilerle yaptığı işlemlerde uyguladığı brüt kar oranıdır. Maliyetlerin makul bir brüt kar oranı kadar artırılması suretiyle bulunan tutar, ilişkili kişilerle yapılan işlemlerde emsallere uygun fiyat veya bedel olacaktır. Ancak böyle bir kar marjı mevcut değilse ya da karşılaştırma için gerekli işlem sayısı yetersizse, aynı koşullarda karşılaştırılabilir olmak şartıyla dış emsal de kullanılabilir.

2.3- Gelir İndirgeme Yaklaşım Yöntemi

Emsallere uygun fiyatın, işlem konusu mal veya hizmetlerin aralarında herhangi bir ilişki bulunmayan gerçek veya tüzel kişilere yeniden satılması halinde uygulanacak fiyattan, makul bir brüt satış kârı düşülerek hesaplanmasını ifade etmektedir. Brüt satış karı, fonksiyon analizi ve piyasa koşulları analizi ile birlikte yapılacak emsal çalışması ile belirlenir.

Bu yöntem ilişkili kişiden satın alınan bir ürünün, ilişkisiz bir gerçek veya tüzel kişiye yeniden satılması durumunda uygulanan fiyatı esas almaktadır. Bu fiyattan (yeniden satış fiyatı) makul bir brüt satış karı düşülecektir. Makul brüt satış karı hesaplanırken; yeniden satışı gerçekleştiren satıcının satış ve diğer faaliyet giderleri ile üstlenilen riskler ve kullanılan varlıklar göz önüne alınacaktır.

3. En Uygun Yöntem Seçimi Ve Gerekçesi

3.1 Seçilmeyen Yöntemler

3.1.1- Maliyet Yaklaşımı Yönteminin Tercih Edilmeme Nedenleri

Bu yöntemin uygulanabilmesi için, kontrol dışı bir işlemin kontrol altındaki bir işlemle karşılaştırılmasında; karşılaştırılan işlemler arasında taraflarca üstlenilen risk ve gerçekleştirilen işlemlerle birlikte maliyetler arasındaki farklılıklar göz önünde bulundurulurken, bir farklılık var ise bu farklılıkların maddi etkilerini ortadan kaldıracak düzeltmelerin yapılabilir olması gerekmektedir.

Genel kullanım alanı olarak,

- Grup içi alışverişleri bulunan imalat şirketleri,
- Sözleşmeye dayalı üretim ("toll manufacturing"),
- Fason imalat işlemleri,
- Hizmet tedarik işlemleri,
- Hammadde ve yarı mamule ilişkin işlemler, olarak sıralanabilir.

Görüldüğü üzere hem nitelik hem de uygulama alanları yönünden bu yöntem ödünç para alma verme işlemleri için uygun bir yöntem değildir.

3.1.2 Gelir İndirgeme Yaklaşım Yönteminin Tercih Edilmeme Nedenleri

Bu yöntemin genel uygulama alanı aşağıdaki gibi sıralanabilir;

- Ürün üzerinde satıcı tarafından ek işlem yapılmadan satış yapılan ticari faaliyetler,
- Distribütörlük faaliyetleri ve pazarlama operasyonları,
- Satıcının çok fazla risk ve fonksiyon üstlenmediği durumlar.

Bu yöntem genellikle alım satım işlemlerinde uygulanmaktadır. Uygulandığı işlemlerde genellikle, yeniden satışı yapan taraf, satmak üzere aldığı mallara herhangi bir şekilde değer

arttırıcı bir katkıda bulunmamakta, fiziksel olarak ürünün yapısını değiştirmemekte ve söz konusu ürünü aldığı haliyle satmaktadır.

Maliyet Yaklaşımı yönteminde söylenen gerekçeler bu yöntemde de aynen geçerlidir. Bu nedenle bu yöntemde ödünç para alma verme işlemleri için uygun bir yöntem değildir.

3.2 Seçilen Yöntem ve Gerekçesi

Söz konusu yöntemler arasında en uygun yöntemin “Emsal Karşılaştırma Yöntemi” olduğu görülmüştür. Bu yöntemin tercih edilme nedeni bu konuda emsallere uygunluk ilkesinin en dolaysız ve güvenilir biçimde uygulanmasına olanak sağlamasıdır.

İlişkili kişiler arasında gerçekleştirilen ödünç para alma / verme işlemlerinde emsallere uygunluk ilkesinin uygulanabilmesi için kontrol altındaki işlemler ile kontrol dışı işlemler arasında karşılaştırılabilirlik analizinin yapılması gerekmektedir. Daha sonra alım ya da satım işleminde kullanılacak en uygun değerleme yöntemi belirlenecektir.

Tüm bu nedenlerle incelenen ödünç para alma işlemine emsal teşkil edecek, karşılaştırılabilir işlem saptanabiliyorsa ödünç alma şartlarının incelenmesinde en iyi yöntem “Emsal Karşılaştırma Yöntemi”dir.

IV-EMSAL FAİZ ORANI TESPİT ANALİZİ

Yukarıda da belirtildiği gibi, bu değerlendirme çalışmasının amacı, emsal fiyatın tespit edilmesidir. Bunu yapabilmek için önce faaliyetin tanımlanması ardından buna göre bazı değerlendirmelerin yapılması lazımdır, izlenmesi gereken süreç ayrıntılarıyla aşağıda yer almaktadır:

1-Değerlemesi Yapılan Faaliyete İlişkin Hususlar

Akenerji, 2009 Nisan sonunda, en büyük hissedarlarından biri Akkök'den finansman ihtiyacını gidermek amacıyla ve piyasa koşullarına uygun olarak **10.000.000 ABD doları** üç ay vade ile ödünç para almıştı. Ödünç alınan bu paranın vadesi, 24 Temmuz 2009 tarihinde yedi ay süre ile ve değişen piyasa koşulları ile uzatılmıştı. Vade 24 Şubat 2010 tarihinde dolmuş olup, bu defa da, değişen piyasa faiz koşullarına uygun olarak, 30 Haziran 2010 tarihine kadar vadesinin uzatılması öngörülmektedir. Vade 126 gündür. Erken kapama yapma opsiyonu mevcuttur. Anapara ve faiz, vade sonunda ödenecektir.

İşlemin aşağıdaki faiz şartlarında gerçekleşmesi durumunda Akkök, mevcut piyasa mevduat faiz koşulları ile karşılaştırıldığında, daha düşük bir gelir elde etmeyeceği gibi; Akenerji de içinde bulunduğumuz bu zorlu ekonomik kriz döneminde piyasa faiz oranından daha düşük bir faiz oranı ile borç alma olanağına kavuşmuş olacaktır.

Akenerji Elektrik Üretim A.Ş piyasada bilinen en büyük elektrik üretim şirketlerinden birisidir, aktif gücü fazlasıyla yeterli olup, kredibilitesi yüksek bir firmadır, bu nedenle Akkök ana hissedarlarından biri konumunda olduğu Akenerji'den teminat almayı talep etmemiştir; verilecek borç para ABD doları olarak verilecek ve geri alınacaktır, bu finansman Akenerji tarafından işletme sermayesi olarak kullanılacaktır.

Ödünç alınacak paranın şartlarının adil ve makul olup olmadığı konusunda burada tek üzerinde durulacak ya da değerlendirilmesi yapılacak husus faiz oranı olup diğer konularda (vade, teminat, geri ödeme koşulları vs.) emsal araştırması ya da değerlendirme yapılması ve bir yargıya varılması anlamsız ve olanaksızdır.

Değerlemesi yapılacak faaliyet konusu hakkında raporun ilgili bölümlerinde gerekli açıklamalar yapılmıştır, buna göre Akenerji tarafından Akkök'den alınan ve vadesi uzatılacak olan 10.000.000 ABD doları borcun faiz oranlarının güncellemesinin emsallere uygunluk ilkesine göre belirlenmesi gerekmektedir.

İlişkili firmadan ödünç alan grup firmalarının, uygulanacak faizi emsallere uygunluk prensibini dikkate alarak belirlemesi en doğru metottür. Bilindiği üzere Dünya ve Türkiye ekonomisi şu sıralar ekonomik kriz içindedir. Bu nedenle ilişkisiz kişilerle yapılan işlemler için emsal alınacak faiz oranının şu anki dış emsal yani banka piyasa faiz oranının olması en doğru yöntem olacaktır.

Tüm bu açıklamalar çerçevesinde emsallere uygun faiz oranı ile emsal faiz aralığı saptanmasında kullanılan hesaplamalar ve yapılan varsayımlara ilişkin ayrıntılı açıklamalar aşağıda yer almaktadır.

2- Emsallere Uygun Faiz Oranı

Taraflar arasında uygulanacak olan faiz oranı, borç para veren ve borç para alacak olanlardan her ikisi için de *emsallere uygun bir faiz oranı* olması gerekir.

Bunun için borç para verecek olan Akkök'ün bu tutarı ilişkili şirket Akenerji'ye vermek yerine bankalarda değerlendirdiği takdirde elde edeceği faiz gelirinden daha aşağıda bir gelir elde etmesi söz konusu olmamalıdır. Diğer bir deyişle Akkök'ün bankaların ona mevduat için teklif etmiş olduğu oranlar içindeki en iyi orandan daha iyi oran ile getiri elde etmelidir. Bu sayede şirket hissedarları bir gelir kaybına uğramayacaktır.

a. Emsal Mevduat Faiz Oranları

Aşağıda bankalardan ABD doları mevduatı için temin edilen dört ay vadeli mevduat faiz oranları yer almaktadır.

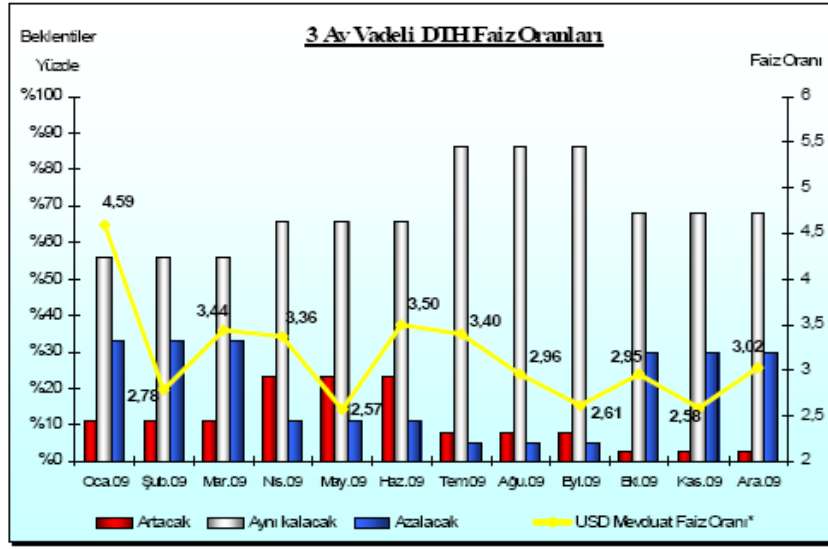
Dört ay vadeli mevduat için teklifler		
Türk Ekonomi Bankası	T. İşbankası	Yapı Kredi Bankası
2,00%	2,00%	2,55%

Bankalardan dört ay vadeli mevduata en iyi faiz oranı: 2,55%

Vadeli mevduat için alınan teklifler arasında en iyi oran **2,55%** dır. Bu ödünç verme işleminin bir önceki vade uzatımı, Temmuz 2009 da yapılırken, yedi ay DTH mevduat için alınan en iyi teklif yıllık %3,00' idi. Değerleme tarihi itibarıyla, DTH oranlarında önceki vade başına kıyasla çok büyük değişiklik göstermediğini, bunda ekonominin içinde bulunduğu durgunluğunda etkin olduğunu ifade edebiliriz.

Faiz oranlarına ilişkin bu tespitimiz, aşağıda döviz mevduat faizlerine ilişkin grafik ile de teyid edilmektedir. BDDK tarafından düzenli olarak üç ayda bir yayınlanan rapordan alıntı yapılan bu grafikte, üç ay vadeli döviz tevdiat hesapları (DTH) faiz oranları ağırlıklı ortalama serisinin genel gidişatı izlenmektedir.¹ Aylar itibarıyla iniş ve çıkışlar olmakla birlikte son aylarda eğilimin aşağı yönde olduğunu söyleyebiliriz. Son oniki ay içinde en yüksek değer %4,59 (Ocak 2009), en düşük değer %2,58 (Kasım 2009) ve son değer %3,02 (Aralık 2009) olarak gerçekleşmiştir. Aynı grafik üzerinde, ankete katılanların büyük kısmının son oniki aydır beklentileri, faizlerin aynı kalacağı yönündedir.

¹ : BDDK - Bankacılık Sektörü Yönetici Kesimi Beklenti Anketi, Bilgi Yönetim Dairesi, Ocak 2010–18, Sayfa 51; Bankaların uyguladıkları üç ay vadeli USD mevduat faiz oranlarının basit ağırlıklı ortalamasıdır. Kaynak: BDDK



* Bankaların uyguladıkları üç ay vadeli USD mevduat faiz oranlarının basit ağırlıklı ortalaması. Kaynak: BDDK

b. Emsal Kredi Faiz Oranları

Aynı zamanda diğer açıdan borç para alacak olan ilişkili firma Akenerji'nin Akkök'den ödünç para almak yerine alternatif olarak finansal piyasalardan (bankalar) borçlanma yaptığı takdirde doğacak olan finansal maliyeti Akkök'den borçlanma yaptığında oluşacak maliyetten daha düşük olmamalıdır. Diğer bir deyişle uygulanacak faiz oranı, onlara arz edilmiş teklifler içerisindeki en iyi orandan daha iyi (daha düşük) olmalıdır. Böylelikle genel olarak Akenerji, özelde ise küçük yatırımcılar, Akenerji'nin ilişkili taraf konumundaki Akkök'den yaptığı bu borç alma işleminden zarar etmemiş, karlı çıkmış olacaklardır.

Aşağıda Akenerji'nin bankalarından temin ettiği kredi faiz oranları görülmektedir.

Dört ay vadeli kredi için teklifler

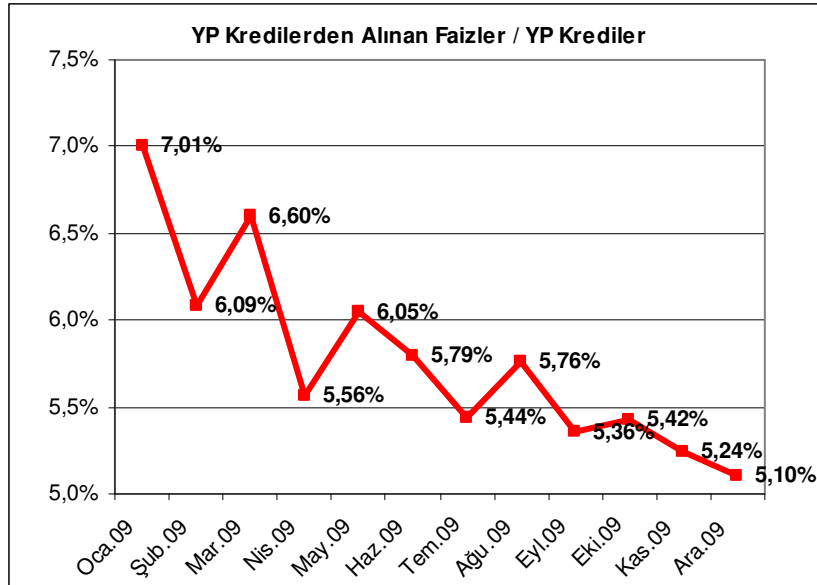
Türk Ekonomi Bankası	T. İşbankası	Yapı Kredi Bankası
3,65%	3,60%	3,60%

Kredi Kuruluşlarından dört ay vadeli en iyi borçlanma oranı: 3,60%

Tablodan da izlenebildiği gibi, bankaların kredi faizleri arasında büyük farklılıklar bulunmamaktadır. Yukarıda alınmış olan ABD doları kredi faiz oranı tekliflerinin birbirlerine yakın olması, çok büyük değişkenlik göstermemesi nedeniyle önceki raporlarımızda uygulanan "Olası Kredi Faiz oranı" yöntemi ile ortalama faiz oranı hesaplanmasına ihtiyaç duyulmamaktadır. Bu nedenle en düşük oranı kullanmak yeterli olacaktır. Dört ay sonra geri ödemeli kredi için en iyi teklif **3,60%** 'dır.

Ekonomide yaşanan durgunluk, para piyasalarında yaşanan gelişmelerin etkisi ile piyasa faizleri giderek düşmektedir. (yedi ay önce, 2009 yılı Temmuz ayı sonunda en iyi kredi oranı 5,40% idi.)

Para ve faiz piyasalarında yaşanan gelişmeler, aşağıdaki grafik ile de teyit edilmektedir. Türk Bankacılık Sektöründe kullanılan Yabancı Para (YP) cinsinden kredilerin faiz oranlarındaki genel eğilimi ve düzeyi tespit edebilmek için aşağıdaki grafik oluşturulmuştur.² Bunun için bankacılık sektöründe Yabancı Para cinsinden kullanılan kredilerin ortalaması ve kullanılan bu kredilerden alınan faizlerin tutarı hesaplamalarda girdi olarak kullanılmıştır. Yabancı Para cinsinden kullanılan krediler ağırlıklı olarak ABD Doları ve Euro cinsindedir. Dolayısıyla aşağıdaki grafikte sunulan oranlar bu iki para biriminde kullanılan kredilerin ağırlıklı ortalama maliyetini ifade eder. Rapor tarihi itibarıyla, en güncel veri Aralık 2009 dönemine ait olup, ağırlıklı ortalama kredi maliyeti yıllık bazda 5,10% olarak hesaplanmıştır. Bu faiz oranının bir ortalama değer olduğu ve bazı kredi kullanıcılarının bu oranın altında bazılarının ise bu oranın üzerinde kalarak maliyet oluşturmuş olacağı unutulmamalıdır. Ayrıca hesaplanan bu oran tüm vadelerdeki kredilerin ortalama faiz oranıdır. Aşağıdaki grafikte sunulan veriler çok genelleşmiş özelliklere sahip olması nedeniyle emsal faiz olma niteliğinden uzaklaşmaktadır; yine de kredi faizlerinin yılbaşından bu yana nasıl bir eğilim içinde olduğu hakkında bir fikir vermektedir.



3. Seçilen Yönteme Göre Taraflar için En Uygun Faizin Belirlenmesi

Akenerjinin alternatif olarak bankalardan kredi kullanması sonucunda doğacak maliyetinden daha yüksek bir maliyeti oluşmamasıdır. Akkök'ün ise ilişkili firmaya ödünç para vermekten dolayı elde edeceği faiz geliri alternatif olarak bankalarda mevduat yapması neticesinde elde edeceği faiz gelirinden daha az olmamasıdır. Bu iki şartın bir arada gerçekleşmesi (kazan – kazan ilkesi çerçevesinde) yukarıdaki en iyi mevduat ve en iyi kredi faiz oranlarının orta noktalarının, dört ay vade için (2,55% - 3,60%), oranlarının orta noktalarının uygulanması ile mümkün olabilir.

² : Ham veriler BDDK'nın Türk Bankacılık Sektörü İnteraktif Aylık Bültenden temin edilerek gerekli dönüşürücü hesaplamalar yapılmıştır.

Emsallere uygunluk ilkesi açısından en güvenilir sonuç, karşılaştırmalar sonucunda ulaşılan tek bir fiyat veya bedeldir. Ancak Dünya ve Türkiye ekonominin şu sıralarda çok hızlı bir değişim sürecinden geçmesi nedeniyle tek bir emsal faiz oranı yerine 2,55% ve 3,60% emsal faiz aralığı sınırları içinde olmak üzere, tarafların mutabık kaldığı bir oranın dikkate alınmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.

4. Sonuç

Sonuç olarak;

1- Akenerji'nin ilişkili firma Akkök'den, önceden almış olduğu 10.000.000 ABD doları tutarındaki ödünç paranın 30.06.2010 tarihine kadar uzatılmasında uygulanacak faiz oranlarının yıllık bazda, 2,55% - 3,60% emsal fiyat aralığı sınırları içinde olmasının adil ve makul olacağı,

2- Planlanan vade tarihinde vade uzatımına gitme ihtiyacı doğduğu takdirde Akenerji'nin ilişkili firma Akkök'den kullanacağı ödünç para için uygulanacak faiz oranı piyasada değişiklik gösterdiği takdirde faiz oranında güncelleme yapılmasının doğru olacağı görüşündeyiz.

Kapital Karden Bağımsız Denetim ve YMM. A.Ş.
Sorumlu Ortak Başdenetçi
N. Lokman Ketenci

EKLER

AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

BİLANÇO (TL) (XI-29 KONSOLİDE)

	Dipnot Referansları	Bağımsız Denetim'den	
		Geçmiş 31.12.2008	Geçmiş 31.12.2007
VARLIKLAR			
Dönen Varlıklar		238.049.931	196.027.874
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,3	100.919.999	87.604.911
Finansal Yatırımlar		0	0
Ticari Alacaklar	2,6,25	105.739.438	56.395.108
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar		0	0
Diğer Alacaklar	7	1.569.038	753.012
Stoklar	2,8	5.831.547	7.415.453
Canlı Varlıklar		0	0
Diğer Dönen Varlıklar (Ara Toplam)	14	11.381.909	16.488.938
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklar	2,22	12.608.000	27.370.452
Duran Varlıklar		622.744.754	399.746.949
Ticari Alacaklar		0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Alacaklar		0	0
Diğer Alacaklar	7	63.515	29.727
Finansal Yatırımlar	2,4	1.988.942	2.208.942
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar		0	0
Canlı Varlıklar		0	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		0	0
Maddi Duran Varlıklar	2,9	465.508.156	284.139.378
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,10	32.016.913	33.000.628
Şerefiye	2,11	36.758.891	36.758.891
Ertelenmiş Vergi Varlığı		0	0
Diğer Duran Varlıklar	14	86.408.337	43.609.383
TOPLAM VARLIKLAR		860.794.685	595.774.823

AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.
BİLANÇO (TL)
(XI-29 KONSOLİDE)

	Referansları	Bağımsız Denetim'den	
		Geçmiş 31.12.2008	Geçmiş 31.12.2007
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler		111.161.309	56.877.292
Finansal Borçlar	2,5	34.541.857	8.210.101
Diğer Finansal Yükümlülükler		0	0
Ticari Borçlar	2,6,25	65.797.223	41.285.038
Diğer Borçlar	7	4.734.078	1.928.362
Finans Sektörü Faal.den Borçlar		0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları		0	0
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2,12,23	976.755	0
Borç Karşılıkları	2,12	5.099.172	4.820.740
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	14	12.224	633.051
(Ara toplam)		111.161.309	56.877.292
Satış Amacıyla Elde Tutulan Duran Varlıklara İlişkin Yükümlülükler		0	0
Uzun Vadeli Yükümlülükler		270.428.208	148.848.268
Finansal Borçlar	2,5	260.447.398	147.454.057
Diğer Finansal Yükümlülükler		0	0
Ticari Borçlar		0	0
Diğer Borçlar		0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden Borçlar		0	0
Devlet Teşvik ve Yardımları		0	0
Borç Karşılıkları		0	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar (veya Kıdem Tazminatı Karşılığı)	2,13	1.460.409	1.394.211
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2,23	8.520.401	0
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler		0	0
ÖZKAYNAKLAR		479.205.168	390.049.263
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar		477.783.295	388.839.995
Ödenmiş Sermaye	15	65.340.000	65.340.000
Karşılıklı İştirak Sermaye Düzeltmesi (-)	15	101.988.910	101.988.910
Hisse Senedi İhraç Primleri	15	48.869.596	48.869.596
Değer Artış Fonları		0	0
Yabancı Para Çevrim Farkları		0	0
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	15	8.045.482	8.045.482
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	15	164.588.387	204.126.975
Net Dönem Karı/Zararı	24	88.950.920	(39.530.968)
Azınlık Payları	2,15	1.421.873	1.209.268
TOPLAM KAYNAKLAR		860.794.685	595.774.823

AKENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.**GELİR TABLOSU (TL)**
(XI-29 KONSOLİDE)*Bağımsız Denetim'den*

		Geçmiş	Geçmiş
	Dipnot Referansı	31.12.2008	31.12.2007
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER			
Satış Gelirleri	16	607.056.048	452.074.250
Satışların Maliyeti (-)	16	(507.494.679)	(438.553.247)
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar (Zarar)		99.561.369	13.521.003
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Gelirler		0	0
Faiz, Ücret, Prim, Komisyon ve Diğer Giderler (-)		0	0
Finans Sektörü Faaliyetlerinden brüt kar (zarar)		0	0
BRÜT KAR/ZARAR		99.561.369	13.521.003
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)		0	0
Genel Yönetim Giderleri (-)	17	(34.366.376)	(68.672.252)
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	17	(992.931)	(262.935)
Diğer Faaliyet Gelirleri	19	15.648.208	3.755.022
Diğer Faaliyet Giderleri (-)	19	(12.647.668)	(3.437.658)
FAALİYET KARI/ZARARI		67.202.602	(55.096.820)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımların Karı/Zararlarındaki Paylar		0	0
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Gelirler	20	44.037.621	15.187.976
(Esas Faaliyet Dışı) Finansal Giderler (-)	21	(12.176.856)	(14.557.245)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI		99.063.367	(54.466.089)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri		(9.910.638)	14.762.757
- Dönem Vergi Gelir/Gideri	2,12,23	(1.390.237)	0
- Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	2,23	(8.520.401)	14.762.757
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI		89.152.729	(39.703.332)
DURDURULAN FAALİYETLER		0	0
Durdurulan Faaliyetler Vergi Sonrası Dönem Karı/Zararı		0	0
DÖNEM KARI/ZARARI		89.152.729	(39.703.332)
Dönem Kar/Zararının Dağılımı		0	0
Azınlık Payları		201.809	(172.364)
Ana Ortaklık Payları		88.950.920	(39.530.968)
Hisse Başına Kazanç	2,24	1,36	-0,61