

**SİLOPİ ELEKTRİK  
ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ  
VE  
PARK ELEKTRİK ÜRETİM  
MADENCİLİK SANAYİ VE  
TİCARET ANONİM ŞİRKETİ  
BİRLEŞMEYE İLİŞKİN  
UZMAN KURULUŞ RAPORU**

**SİLOPİ ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ**

**VE**

**PARK ELEKTRİK ÜRETİM MADENCİLİK  
SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ**

**Birleşmeye İlişkin Uzman Kuruluş Raporu**

**Özel ve gizlidir.**

**Eren Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi  
(Grant Thornton International Üye Kuruluşu)**

**12 Eylül 2014**

Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi ve Park Elektrik Üretim  
Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Yönetim Kurulları'na

Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin ("Silopi Elektrik") ve Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi'nin ("Park Elektrik") yönetim kurulları, 1 Eylül 2014 tarihli yönetim kurulu kararları ile Park Elektrik'in aktifleri ve pasifleri ile birlikte bir bütün halinde Silopi Elektrik'e devredilmesi suretiyle birleştirilmesine karar vermişlerdir.

Birleşme işlemi, Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği ("Tebliğ") hükümlerine göre gerçekleştirilecektir. Bu rapor, Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla uluslararası kabul görmüş değerleme yöntemlerinden üçü olan özkaynak değeri yöntemi, indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi, ve Silopi Elektrik için benzer işlemler yöntemi ve Park Elektrik için borsa değeri yöntemi sonuçlarına göre hesaplanan birleşme ve hisse değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını, ve seçilen yöntem veya yöntemlere göre birleşme ve hisse değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek ve sunmak amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor ve içinde yer alan veriler SPK'nın II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği kapsamında hazırlanmış olup, bütün bir görüş oluşturulması açısından ilerleyen sayfalarla birlikte raporun tamamının incelenmesi önerilmektedir. Bu rapor, SPK'nın II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 8. maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Ancak, bu raporun muhatabı Silopi Elektrik ve Park Elektrik olarak kalacaktır.

Raporda sunulan finansal veriler, tarafımıza Silopi Elektrik ve Park Elektrik yönetimleri tarafından temin edilmiş olup, bu verilerin uygunluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Kullanılan yöntemler herhangi bir genel kabul görmüş denetim standardına göre olmayıp, tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Birleşme işleminde, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş, kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir finansal inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.

İstanbul, 12 Eylül 2014

Eren Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi  
(Grant Thornton International Üye Kuruluşu)

Nazım Hikmet  
Sorumlu Ortak, Başdenetçi

## İÇİNDEKİLER

|                                                                |           |
|----------------------------------------------------------------|-----------|
| <b>1. GİRİŞ</b>                                                | <b>5</b>  |
| 1.2. Raporun hazırlanış temeli                                 | 5         |
| 1.2. Birleşmeye taraf şirketler hakkında genel bilgi           | 5         |
| <b>2. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ</b>                                 | <b>15</b> |
| 2.1. Özkaynak değeri yöntemi                                   | 15        |
| 2.2. İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi                | 15        |
| 2.3 Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi            | 16        |
| <b>3. BİRLEŞME VE HİSSE DEĞİŞTİRME ORANLARININ HESAPLAMASI</b> | <b>17</b> |
| 3.1. Özkaynak değeri yöntemi                                   | 17        |
| 3.2. İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi                | 17        |
| 3.3 Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi            | 18        |
| 3.4. Sonuç                                                     | 19        |
| <b>4. SİLOPİ ELEKTRİK VE PARK ELEKTRİK DEĞERLEME BİLGİLERİ</b> | <b>21</b> |
| 3.1. Özkaynak değeri yöntemi                                   | 21        |
| 3.2. İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi                | 21        |
| 3.3 Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi            | 24        |

## EKLER

Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'nun  
birleşme işlemine ilişkin 1 Eylül 2014 tarih ve 2014/9 numaralı kararı

Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi  
Yönetim Kurulu'nun birleşme işlemine ilişkin 1 Eylül 2014 tarih  
ve 2014/9 numaralı kararı

## **1. GİRİŞ**

### **1.1. Raporun hazırlanış temeli**

Eren Bağımsız Denetim ve Yeminli Mali Müşavirlik Anonim Şirketi (“Eren Bağımsız Denetim”, Grant Thornton International Üye Kuruluşu), Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi (“Silopi Elektrik”) ve Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin (“Park Elektrik”) 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla şirket birleşme ve hisse oranlarının tespitini gerçekleştirmek üzere uzman kuruluş olarak görevlendirilmiştir.

Bu rapor, Silopi Elektrik ve Park Elektrik’in uluslararası kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanan birleşme ve hisse değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını ve seçilen yöntemle göre birleşme ve değiştirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tespit etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor, kamuya açık bilgiler göz önüne alınarak hazırlanmıştır. Temin edilen tüm finansal ve diğer bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiştir.

Çalışmalar sonucunda hesaplanan şirket değerleri, değerlemeye konu olan Silopi Elektrik ve/veya Park Elektrik için üçüncü şahıslar tarafından yapılabilecek satın alma fiyat teklifleri ile ilgili bir öneri veya tavsiye oluşturmamaktadır ve bu yada benzer şekilde bir işleme referans olarak değerlendirilmemelidir. Üçüncü şahısların ve/veya potansiyel yatırımcıların risk kriterleri, yatırım ve stratejik hedefleri, ülke ve ekonomik beklentileri ve ticari ve operasyonel sinerjileri hesaplayacakları ve/veya teklif edecekleri şirket değerlerini etkileyecek ve yatırımcıya özel alım motivasyonu doğrultusunda farklılık gösterebilecektir.

### **Sözleşme şartları**

Bu rapor, Eren Bağımsız Denetim ile birleşmeye taraf olan Silopi Elektrik ve Park Elektrik arasında tarafların hak ve yükümlülüklerini belirleyen 1 Eylül 2014 tarihli sözleşme hükümlerine bağlı kalınarak hazırlanmış olup, Eren Bağımsız Denetim’in birleşme ve hisse değiştirme oranları ile ilgili bulgularını bildirmektedir ve söz konusu sözleşmenin tüm şartlarına uygundur.

Bu rapor, Park Elektrik’in aktiflerinin ve pasiflerinin bir bütün halinde Silopi Elektrik’e devredilmesi suretiyle gerçekleştirilecek birleşme işlemi için, birleşme ve hisse değiştirme oranlarının belirlenmesi doğrultusunda görüş bildirmek dışında hiç bir amaca yönelik olarak hazırlanmamıştır. Bu rapor imzalandığı tarih itibarıyla, Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği’nin 8. maddesi kapsamında kamuya açıklanacaktır. Ancak, bu raporun muhatabı Silopi Elektrik ve Park Elektrik’tir.

### **Birleşme kararı**

Birleşmeye taraf şirketlerden Silopi Elektrik’in yönetim kurulunun 1 Eylül 2014 tarih ve 2014/9 numaralı kararı ve Park Elektrik’in yönetim kurulunun 1 Eylül 2014 tarih ve 2014/15 sayılı numaralı kararı Ekler bölümünde yer almaktadır.

### **1.2. Birleşmeye taraf şirketler hakkında genel bilgi**

#### **Silopi Elektrik**

Silopi Elektrik 2003 yılında kurulmuştur. Silopi Elektrik’in ana faaliyet konusu Silopi – Şırnak’ta elektrik enerjisi üretim tesisi kurmak ve bu tesiste üretmiş olduğu elektrik enerjisinin satışını gerçekleştirmektir.

Silopi Elektrik, 135 MW gücündeki akışkan yatak teknolojisi ile çalışan termik santralin birinci ünitesini 2009 yılında tamamlamış ve elektrik enerjisi üretim ve satışına başlamıştır. İlave olarak, yatırımı devam eden her biri 135 MW gücündeki ikinci ve üçüncü ünitenin, sırasıyla, Ekim 2014 ve Aralık 2014 aylarında ticari üretime geçmeleri hedeflenmektedir.

Silopi Elektrik, elektrik enerjisi üretiminde ana yakıt olarak asfaltit kullanmaktadır. 31 Mart 2014 tarihine kadar, Silopi Elektrik, esas olarak, Park Elektrik'in Türkiye Kömür İşletmeleri Kurumu Genel Müdürlüğü ("TKİ") ile imzalamış Röдовans Şartnamesi ve Röдовans Sözleşmesi'ne göre, Silopi – Şırnak'taki 12450 (eski İR: 2429) ruhsat numaralı maden işletme sahasında çıkarmış olduğu asfaltiti kullanmaktaydı. 31 Mart 2014 tarihinde, Silopi Elektrik söz konusu asfaltit işletmesini ve bu sahaya ilişkin tüm hak ve yükümlülükleri, TKİ'nin de uygun bulmasıyla, Park Elektrik'ten satın alma yolu ile devralmıştır. Böylece, bu tarihten itibaren, asfaltit üretimi Silopi Elektrik tarafından gerçekleştirilmektedir.

Silopi Elektrik'in kanuni merkezi Dicle Mahallesi, TKİ Bölge Müdürlüğü İdari Binası Alt Kat, Şırnak'tır.

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Silopi Elektrik'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

|                             | <u>%</u>             |
|-----------------------------|----------------------|
| Park Holding Anonim Şirketi | 99.99                |
| Turgay Ciner                | <u>0.01</u>          |
|                             | <b><u>100.00</u></b> |

Silopi Elektrik'in, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak 30 Haziran 2014, 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihleri itibarıyla hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur.

|                                         | <b>(Bin Türk Lirası ("TL"))</b> |                       |                       |
|-----------------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                         | <b><u>2014</u></b>              | <b><u>2013</u></b>    | <b><u>2012</u></b>    |
| <b>Dönen varlıklar</b>                  |                                 |                       |                       |
| Nakit ve nakit benzerleri               | 193                             | 441                   | 141                   |
| Ticari alacaklar                        | 11,154                          | 8,004                 | 13,803                |
| Stoklar                                 | 10,030                          | 8,407                 | 8,618                 |
| Peşin ödenmiş giderler                  | 5,888                           | 5,823                 | 8,627                 |
| Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar | -                               | 1                     | 101                   |
| Diğer dönen varlıklar                   | <u>23,047</u>                   | <u>7,194</u>          | <u>1,530</u>          |
| <b>Toplam dönen varlıklar</b>           | <b><u>50,312</u></b>            | <b><u>29,870</u></b>  | <b><u>32,820</u></b>  |
| <b>Duran varlıklar</b>                  |                                 |                       |                       |
| Diğer alacaklar                         | 109                             | 88                    | 36                    |
| Maddi duran varlıklar                   | 762,846                         | 683,690               | 393,864               |
| Maddi olmayan duran varlıklar           | 84,200                          | 764                   | 891                   |
| Peşin ödenmiş giderler                  | 26                              | 1                     | 18,949                |
| Ertelenmiş vergi varlığı                | 3,417                           | 8,226                 | -                     |
| Diğer duran varlıklar                   | <u>-</u>                        | <u>636</u>            | <u>650</u>            |
| <b>Toplam duran varlıklar</b>           | <b><u>850,598</u></b>           | <b><u>693,405</u></b> | <b><u>414,390</u></b> |
| <b>Toplam varlıklar</b>                 | <b><u>900,910</u></b>           | <b><u>723,275</u></b> | <b><u>447,210</u></b> |

|                                            | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                       |                       |
|--------------------------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                            | <u>2014</u>              | <u>2013</u>           | <u>2012</u>           |
| <b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>           |                          |                       |                       |
| Finansal borçlar                           | 116,612                  | 82,985                | 45,390                |
| Ticari borçlar                             | 80,673                   | 20,101                | 15,452                |
| Çalışanlara borçlar                        | 3,897                    | 1,567                 | 1,459                 |
| Diğer borçlar                              | 44,195                   | 42,138                | 25,070                |
| Ertelenmiş gelirler                        | 4,686                    | 4,883                 | 9,349                 |
| Dönem karı vergi yükümlülüğü               | 594                      | -                     | 30                    |
| Karşılıklar                                | 1,735                    | 1,090                 | 551                   |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler            | <u>992</u>               | <u>487</u>            | <u>208</u>            |
| <b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>    | <b>253,384</b>           | <b>153,251</b>        | <b>97,509</b>         |
| <b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>           |                          |                       |                       |
| Finansal yükümlülükler                     | 356,198                  | 397,699               | 215,038               |
| İlişkili taraflara diğer borçlar           | 213,436                  | 120,737               | 31,812                |
| Karşılıklar                                | 4,687                    | 1,069                 | 677                   |
| Ertelenmiş vergi yükümlülüğü               | <u>-</u>                 | <u>-</u>              | <u>3,580</u>          |
| <b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>    | <b><u>574,321</u></b>    | <b><u>519,505</u></b> | <b><u>251,107</u></b> |
| <b>Toplam yükümlülükler</b>                | <b>827,705</b>           | <b>672,756</b>        | <b>348,616</b>        |
| <b>Özkaynaklar</b>                         |                          |                       |                       |
| Sermaye                                    | 80,000                   | 80,000                | 80,000                |
| Sermaye düzeltme farkları                  | 2,696                    | 2,696                 | 2,696                 |
| Aktüeryal kayıp                            | (57)                     | (13)                  | (45)                  |
| Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler        | 3,090                    | 3,090                 | 3,090                 |
| Birikmiş karlar (zararlar)                 | (35,254)                 | 12,853                | (3,941)               |
| Net dönem karı (zararı)                    | <u>22,730</u>            | <u>(48,107)</u>       | <u>16,794</u>         |
| <b>Toplam özkaynaklar</b>                  | <b><u>73,205</u></b>     | <b><u>50,519</u></b>  | <b><u>98,594</u></b>  |
| <b>Toplam özkaynaklar ve yükümlülükler</b> | <b><u>900,910</u></b>    | <b><u>723,275</u></b> | <b><u>447,210</u></b> |

Silopi Elektrik, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 ve bağımsız sınırlı denetimden geçmiş 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemlere ve bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllara ait kapsamlı gelir tabloları aşağıda sunulmuştur.

|                                              | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                 |                 |               |
|----------------------------------------------|--------------------------|-----------------|-----------------|---------------|
|                                              | <u>2014</u>              | <u>2013</u>     | <u>2013</u>     | <u>2012</u>   |
| Satışlar                                     | 73,137                   | 50,669          | 96,387          | 111,790       |
| Satışların maliyeti                          | (56,805)                 | (47,226)        | (88,172)        | (94,120)      |
| <b>Brüt satış karı</b>                       | <b>16,332</b>            | <b>3,443</b>    | <b>8,215</b>    | <b>17,670</b> |
| Genel yönetim giderleri                      | (1,219)                  | (1,026)         | (2,067)         | (3,039)       |
| Diğer gelirler                               | 4,773                    | 94              | 165             | 406           |
| Diğer giderler                               | (1,338)                  | (69)            | (45)            | (244)         |
| <b>Esas faaliyet karı</b>                    | <b>18,548</b>            | <b>2,442</b>    | <b>6,268</b>    | <b>14,793</b> |
| Yatırım faaliyetlerinden gelirler (giderler) | -                        | 7               | (32)            | 6             |
| <b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı</b> | <b>18,548</b>            | <b>2,449</b>    | <b>6,236</b>    | <b>14,799</b> |
| Finansman gelirleri                          | 9,596                    | -               | -               | 13,011        |
| Finansman giderleri                          | -                        | (25,476)        | (66,157)        | (6,446)       |
| <b>Vergi öncesi kar (zarar)</b>              | <b>28,144</b>            | <b>(23,027)</b> | <b>(59,921)</b> | <b>21,364</b> |
| Dönem vergi gideri                           | (595)                    | -               | -               | (385)         |
| Ertelenmiş vergi geliri (gideri)             | (4,819)                  | 4,555           | 11,814          | (4,185)       |
| <b>Net dönem karı (zararı)</b>               | <b>22,730</b>            | <b>(18,472)</b> | <b>(48,107)</b> | <b>16,794</b> |
| Diğer kapsamlı gelir (gider)                 | (44)                     | 32              | 32              | (45)          |
| <b>Toplam kapsamlı gelir (gider)</b>         | <b>22,686</b>            | <b>(18,440)</b> | <b>(48,075)</b> | <b>16,749</b> |

#### Satışlar

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, satışların detayı aşağıdaki gibidir:

|                                          | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                      |                      |                       |
|------------------------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                          | <u>2014</u>              | <u>2013</u>          | <u>2013</u>          | <u>2012</u>           |
| Elektrik enerjisi satışları              | 73,137                   | 50,669               | 96,363               | 111,790               |
| Diğer                                    | -                        | -                    | 24                   | -                     |
|                                          | <b><u>73,137</u></b>     | <b><u>50,669</u></b> | <b><u>96,387</u></b> | <b><u>111,790</u></b> |
|                                          | Satış miktarları         |                      |                      |                       |
|                                          | <u>2014</u>              | <u>2013</u>          | <u>2013</u>          | <u>2012</u>           |
| Elektrik enerjisi (milyon kilowatt-saat) | 470                      | 333                  | 634                  | 735                   |

### Satışların maliyeti

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, satışların maliyetinin detayı aşağıdaki gibidir:

|                                          | (Bin Türk Lirası ("TL")) |               |               |               |
|------------------------------------------|--------------------------|---------------|---------------|---------------|
|                                          | <u>2014</u>              | <u>2013</u>   | <u>2013</u>   | <u>2012</u>   |
| İlk madde ve malzeme                     | 20,587                   | 19,632        | 36,380        | 32,951        |
| Direk işçilik                            | 13,033                   | 8,996         | 17,381        | 17,983        |
| Genel üretim giderleri                   | 11,153                   | 12,687        | 22,488        | 31,405        |
| Amortismanlar ve itfa payları            | 12,032                   | 5,911         | 11,900        | 11,781        |
| Diğer                                    | -                        | -             | 23            | -             |
|                                          | <u>56,805</u>            | <u>47,226</u> | <u>88,172</u> | <u>94,120</u> |
|                                          | Üretim miktarları        |               |               |               |
|                                          | <u>2014</u>              | <u>2013</u>   | <u>2013</u>   | <u>2012</u>   |
| Elektrik enerjisi (milyon kilowatt-saat) | 470                      | 333           | 634           | 735           |

### Genel yönetim giderleri

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, genel yönetim giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

|                | (Bin Türk Lirası ("TL")) |              |              |              |
|----------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|
|                | <u>2014</u>              | <u>2013</u>  | <u>2013</u>  | <u>2012</u>  |
| Danışmanlık    | 1,059                    | 830          | 1,685        | 2,587        |
| Personel       | -                        | 94           | 94           | 378          |
| Diğer giderler | 160                      | 102          | 288          | 74           |
|                | <u>1,219</u>             | <u>1,026</u> | <u>2,067</u> | <u>3,039</u> |

### Park Elektrik

Park Elektrik 1994 yılında kurulmuştur. Park Elektrik'in faaliyet konusu, her türlü maden, maden cevheri ve bunların türevlerini aramak, çıkarmak ve/veya işlemek; ürettiği veya temin ettiği her türlü maden veya madenden üretilmiş maddeyi işlemek, saflaştırmak ve/veya arıtmak; elektrik, enerji ve buhar ihtiyacını karşılamak üzere kojenerasyon enerji santralleri kurmak, işletmek ve/veya enerji fazlasını satmak; cam maden ve maden türevlerinden her türlü elyaf üretimi ve bu elyaflardan her çeşit ürün üretimi yapmak; elektrik üretimi ve dağıtımı ile ilgili santraller kurmak, işletmek ve/veya satmak; elektrik enerjisi üretmek amacıyla her türlü tesisi kurmak, işletmek, devralmak, kiralamak, kiraya vermek ve/veya üretilen elektrik enerjisini satmaktır. Halehazırda, Park Elektrik Madenköy – Şirvan'da (Siirt) konsantre bakır üretimi faaliyetinde bulunmaktadır. Park Elektrik'in kanuni merkezi Paşalimanı Caddesi No. 41, Üsküdar, İstanbul'dur.

Park Elektrik'in sermayesinin % 31.99 oranındaki kısmını temsil eden hisseler halka arz edilmiş bulunmaktadır.

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Park Elektrik'in ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

|                             | <u>%</u>             |
|-----------------------------|----------------------|
| Park Holding Anonim Şirketi | 61.25                |
| Turgay Ciner                | 6.76                 |
| Halka açık kısım            | <u>31.99</u>         |
|                             | <b><u>100.00</u></b> |

Park Elektrik'in Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak 30 Haziran 2014, 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihleri itibarıyla hazırlanan finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur. 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla hazırlanan finansal durum tablosu sınırlı bağımsız denetimden ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihleri itibarıyla hazırlanan finansal durum tabloları bağımsız denetimden geçmiştir.

|                                              | <b>(Bin Türk Lirası ("TL"))</b> |                       |                       |
|----------------------------------------------|---------------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                              | <b><u>2014</u></b>              | <b><u>2013</u></b>    | <b><u>2012</u></b>    |
| <b>Dönen varlıklar</b>                       |                                 |                       |                       |
| Nakit ve nakit benzerleri                    | 49,052                          | 2,087                 | 204,330               |
| Ticari alacaklar                             | 38,658                          | 32,491                | 16,419                |
| Diğer alacaklar                              | 189,267                         | 239,677               | 23,012                |
| Stoklar                                      | 23,741                          | 23,725                | 44,042                |
| Peşin ödenmiş giderler                       | 952                             | 4,806                 | 2,174                 |
| Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar      | 2,340                           | 298                   | -                     |
| Diğer dönen varlıklar                        | 6,378                           | 7,694                 | 6,602                 |
| Satış amaçlı sınıflandırılan duran varlıklar | <u>3,481</u>                    | <u>4,303</u>          | <u>-</u>              |
| <b>Toplam dönen varlıklar</b>                | <b>313,869</b>                  | <b>315,081</b>        | <b>296,579</b>        |
| <b>Duran varlıklar</b>                       |                                 |                       |                       |
| Finansal yatırımlar                          | 9,990                           | 9,990                 | 9,990                 |
| Diğer alacaklar                              | 1,454                           | 1,410                 | 195                   |
| Yatırım amaçlı gayrimenkuller                | 52,508                          | 51,436                | 51,794                |
| Maddi duran varlıklar                        | 103,526                         | 80,369                | 67,361                |
| Maddi olmayan duran varlıklar                | 45,967                          | 98,254                | 75,734                |
| Ertelenmiş vergi varlığı                     | 24,164                          | 14,435                | -                     |
| Peşin ödenmiş giderler                       | <u>1,346</u>                    | <u>13,208</u>         | <u>1,619</u>          |
| <b>Toplam duran varlıklar</b>                | <b><u>238,955</u></b>           | <b><u>269,102</u></b> | <b><u>206,693</u></b> |
| <b>Toplam varlıklar</b>                      | <b><u>552,824</u></b>           | <b><u>584,183</u></b> | <b><u>503,272</u></b> |

|                                            | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                       |                       |
|--------------------------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                            | <u>2014</u>              | <u>2013</u>           | <u>2012</u>           |
| <b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>           |                          |                       |                       |
| Finansal kiralama borçları                 | 3,022                    | 2,660                 | 532                   |
| Ticari borçlar                             | 28,216                   | 31,277                | 22,697                |
| Çalışanlara borçlar                        | 2,814                    | 2,353                 | 2,348                 |
| Diğer borçlar                              | 21,979                   | 1,087                 | 1,338                 |
| Ertelenmiş gelirler                        | 14                       | 537                   | 51                    |
| Dönem karı vergi yükümlülüğü               | -                        | -                     | 1,287                 |
| Karşılıklar                                | 4,443                    | 4,496                 | 3,969                 |
| Diğer kısa vadeli yükümlülükler            | <u>4,551</u>             | <u>-</u>              | <u>5</u>              |
| <b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>    | <b>65,039</b>            | <b>42,410</b>         | <b>32,227</b>         |
| <b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>           |                          |                       |                       |
| Finansal kiralama borçları                 | 3,544                    | 4,718                 | 139                   |
| Karşılıklar                                | 15,139                   | 16,849                | 16,730                |
| Ertelenmiş vergi yükümlülüğü               | <u>-</u>                 | <u>-</u>              | <u>3,706</u>          |
| <b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>    | <b><u>18,683</u></b>     | <b><u>21,567</u></b>  | <b><u>20,575</u></b>  |
| <b>Toplam yükümlülükler</b>                | <b>83,722</b>            | <b>63,977</b>         | <b>52,802</b>         |
| <b>Özkaynaklar</b>                         |                          |                       |                       |
| Sermaye                                    | 148,867                  | 148,867               | 148,867               |
| Sermaye düzeltmesi farkları                | 16,377                   | 16,377                | 16,377                |
| Hisselere ilişkin primler                  | 6,308                    | 6,308                 | 6,308                 |
| Diğer kapsamlı gelirler ve giderler        | 16,888                   | 17,410                | 18,179                |
| - Maddi duran varlıklar değerleme artışı   | 16,706                   | 17,228                | 18,480                |
| - Aktüeryal kazanç (kayıp)                 | 182                      | 182                   | (301)                 |
| Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler        | 39,354                   | 29,207                | 24,729                |
| Birikmiş karlar                            | 228,668                  | 232,784               | 128,695               |
| Net dönem karı                             | <u>12,640</u>            | <u>69,253</u>         | <u>107,315</u>        |
| <b>Toplam özkaynaklar</b>                  | <b><u>469,102</u></b>    | <b><u>520,206</u></b> | <b><u>450,470</u></b> |
| <b>Toplam özkaynaklar ve yükümlülükler</b> | <b><u>552,824</u></b>    | <b><u>584,183</u></b> | <b><u>503,272</u></b> |

Park Elektrik'in, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan 30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemlere ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllara ait kapsamlı gelir tabloları aşağıda sunulmuştur. 30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemlere ait kapsamlı gelir tabloları sınırlı bağımsız denetimden ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllara ait kapsamlı gelir tabloları bağımsız denetimden geçmiştir.

|                                              | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                      |                      |                       |
|----------------------------------------------|--------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
|                                              | <u>2014</u>              | <u>2013</u>          | <u>2013</u>          | <u>2012</u>           |
| Satışlar                                     | 122,006                  | 123,644              | 261,013              | 264,888               |
| Satışların maliyeti                          | (102,796)                | (81,173)             | (188,559)            | (130,509)             |
| <b>Brüt satış karı</b>                       | <b>19,210</b>            | <b>42,471</b>        | <b>72,454</b>        | <b>134,379</b>        |
| Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri        | (7,766)                  | (6,554)              | (14,237)             | (13,481)              |
| Genel yönetim giderleri                      | (14,030)                 | (9,435)              | (23,988)             | (19,204)              |
| Diğer gelirler                               | 12,341                   | 24,467               | 47,166               | 36,166                |
| Diğer giderler                               | (21,262)                 | (5,984)              | (19,746)             | (9,860)               |
| <b>Esas faaliyet karı (zararı)</b>           | <b>(11,507)</b>          | <b>44,965</b>        | <b>61,649</b>        | <b>128,000</b>        |
| Yatırım faaliyetlerinden gelirler            | 15,764                   | 19                   | 6,420                | 5,310                 |
| Yatırım faaliyetlerinden giderler            | (305)                    | -                    | (281)                | (48)                  |
| <b>Finansman gideri öncesi faaliyet karı</b> | <b>3,952</b>             | <b>44,984</b>        | <b>67,788</b>        | <b>133,262</b>        |
| Finansman gelirleri                          | 203                      | -                    | 7                    | -                     |
| Finansman giderleri                          | (398)                    | (154)                | (924)                | (171)                 |
| <b>Vergi öncesi kar</b>                      | <b>3,757</b>             | <b>44,830</b>        | <b>66,871</b>        | <b>133,091</b>        |
| Dönem vergi gideri                           | (846)                    | (9,676)              | (15,880)             | (21,711)              |
| Ertelenmiş vergi geliri (gideri)             | 9,729                    | 953                  | 18,262               | (4,065)               |
| <b>Net dönem karı</b>                        | <b>12,640</b>            | <b>36,107</b>        | <b>69,253</b>        | <b>107,315</b>        |
| Diğer kapsamlı gelir (gider)                 | -                        | 502                  | 483                  | (301)                 |
| <b>Toplam kapsamlı gelir</b>                 | <b><u>12,640</u></b>     | <b><u>36,609</u></b> | <b><u>69,736</u></b> | <b><u>107,014</u></b> |

#### Satışlar

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, satışların detayı aşağıdaki gibidir:

|                                          | (Bin Türk Lirası ("TL")) |                       |                       |                       |
|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                          | <u>2014</u>              | <u>2013</u>           | <u>2013</u>           | <u>2012</u>           |
| Konsantre bakır ve katot bakır satışları | 109,585                  | 106,694               | 226,525               | 229,022               |
| Asfaltit satışları                       | 11,587                   | 16,550                | 33,704                | 30,817                |
| Diğer                                    | 834                      | 400                   | 784                   | 5,049                 |
|                                          | <b><u>122,006</u></b>    | <b><u>123,644</u></b> | <b><u>261,013</u></b> | <b><u>264,888</u></b> |

|                                   | <b>Satış miktarları</b> |                    |                    |                    |
|-----------------------------------|-------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                   | <b><u>2014</u></b>      | <b><u>2013</u></b> | <b><u>2013</u></b> | <b><u>2012</u></b> |
| Konsantre bakır (kuru metrik ton) | 42,634                  | 47,473             | 93,049             | 73,267             |
| Katot bakır (metrik ton)          | -                       | -                  | -                  | 2,521              |
| Asfaltit (ton)                    | 101,600                 | 158,6878           | 322,010            | 363,848            |

**Satışların maliyeti**

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, satışların maliyetinin detayı aşağıdaki gibidir:

|                                 | <b>(Bin Türk Lirası ("TL"))</b> |                      |                       |                       |
|---------------------------------|---------------------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
|                                 | <b><u>2014</u></b>              | <b><u>2013</u></b>   | <b><u>2013</u></b>    | <b><u>2012</u></b>    |
| İlk madde ve malzeme            | 6,537                           | 6,851                | 13,681                | 15,949                |
| Direk işçilik                   | 10,480                          | 12,921               | 24,228                | 24,158                |
| Genel üretim giderleri          | 85,317                          | 46,116               | 128,980               | 90,874                |
| - Amortismanlar ve itfa payları | 66,084                          | 25,541               | 84,429                | 53,111                |
| - Personel                      | 4,404                           | 3,801                | 6,853                 | 5,586                 |
| - Diğer genel üretim giderleri  | 14,829                          | 16,774               | 37,698                | 32,177                |
| Üretilen mamul maliyeti         | <b>102,334</b>                  | <b>65,888</b>        | <b>166,889</b>        | <b>130,981</b>        |
| Mamul stoklarındaki değişim     | (220)                           | 14,983               | 21,307                | (5,020)               |
| Satılan mamul maliyeti          | <b>102,114</b>                  | <b>80,871</b>        | <b>188,196</b>        | <b>125,961</b>        |
| Satılan emtia maliyeti          | 677                             | 228                  | 285                   | 56                    |
| Satılan hizmet maliyeti         | 5                               | 74                   | 78                    | 4,492                 |
|                                 | <b><u>102,796</u></b>           | <b><u>81,173</u></b> | <b><u>188,559</u></b> | <b><u>130,509</u></b> |

|                                  | <b>Üretim miktarları</b> |                    |                    |                    |
|----------------------------------|--------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
|                                  | <b><u>2014</u></b>       | <b><u>2013</u></b> | <b><u>2013</u></b> | <b><u>2012</u></b> |
| Konsantre bakır (yaş metrik ton) | 45,618                   | 50,021             | 96,038             | 89,253             |
| Katot bakır (metrik ton)         | -                        | -                  | -                  | 902                |
| Asfaltit (ton)                   | 101,600                  | 158,687            | 322,010            | 363,848            |

**Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri**

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

|                   | <b>(Bin Türk Lirası ("TL"))</b> |                     |                      |                      |
|-------------------|---------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
|                   | <b><u>2014</u></b>              | <b><u>2013</u></b>  | <b><u>2013</u></b>   | <b><u>2012</u></b>   |
| Nakliye giderleri | 2,870                           | 3,068               | 6,004                | 5,022                |
| Navlun giderleri  | 2,696                           | 2,101               | 4,270                | 4,272                |
| İhracat giderleri | 1,344                           | 905                 | 3,016                | 3,148                |
| Malzeme giderleri | 378                             | 327                 | 647                  | 546                  |
| Diğer giderler    | 478                             | 153                 | 300                  | 493                  |
|                   | <b><u>7,766</u></b>             | <b><u>6,554</u></b> | <b><u>14,237</u></b> | <b><u>13,481</u></b> |

**Genel yönetim giderleri**

30 Haziran 2014 ve 30 Haziran 2013 tarihlerinde sona eren altı aylık ara dönemler ve 31 Aralık 2013 ve 31 Aralık 2012 tarihlerinde sona eren yıllarda, genel yönetim giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

|                               | <b>(Bin Türk Lirası ("TL"))</b> |                     |                      |                      |
|-------------------------------|---------------------------------|---------------------|----------------------|----------------------|
|                               | <b><u>2014</u></b>              | <b><u>2013</u></b>  | <b><u>2013</u></b>   | <b><u>2012</u></b>   |
| Danışmanlık                   | 4,885                           | 2,775               | 6,604                | 6,267                |
| Personel                      | 2,539                           | 2,274               | 4,629                | 4,511                |
| Amortismanlar ve itfa payları | 1,005                           | 1,036               | 2,081                | 2,638                |
| Vergi, resim ve harçlar       | 1,019                           | 1,098               | 2,279                | 1,572                |
| Kira                          | 363                             | 347                 | 699                  | 582                  |
| Yardım ve bağışlar            | 1,865                           | 559                 | 4,447                | 1,395                |
| Diğer giderler                | <u>2,355</u>                    | <u>1,346</u>        | <u>3,249</u>         | <u>2,239</u>         |
|                               | <b><u>14,031</u></b>            | <b><u>9,435</u></b> | <b><u>23,988</u></b> | <b><u>19,204</u></b> |

## **2. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

Birleşmeye esas olacak Silopi Elektrik ve Park Elektrik özkaynak değer aralıklarının belirlenmesi için varlık yaklaşımı - özkaynak değeri yöntemi, gelir yaklaşımı - indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi ve Silopi Elektrik için piyasa yaklaşımı - benzer işlemler yöntemi ve Park Elektrik için piyasa yaklaşımı - borsa değeri yöntemi dikkate alınmıştır. SPK'nın II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği'nin 7. maddesinde de belirtildiği gibi, Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in birleşmesine ilişkin birleşme ve hisse değiştirme oranları uluslararası kabul görmüş en az üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak belirlenmiştir.

### **2.1. Özkaynak değeri yöntemi**

Özkaynak değeri yöntemi, belirli bir tarihte, bir şirketin varlıkları ile yükümlülükleri arasındaki farkın şirketin değerini belirleyeceğini kabul etmektedir. Bu yöntem, şirketin değerinin özkaynaklarının toplamına eşit olacağını varsaymaktadır. Özkaynak değeri, sadece değerlendirme tarihi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini göstermekte; ve müşteri portföyü, personel, ticari isimler ve markalar, patentler, lisanslar, pazar payı, dağıtım ağı ve gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır.

Özkaynak yöntemine göre yapılan değerlendirme çalışmasında, Silopi Elektrik'in Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tabloları; ve Park Elektrik'in Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan sınırlı bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tabloları esas alınmıştır.

### **2.2 İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi**

İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle uzun dönem projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonların sonucunda elde edilen nakit akımları şirketin, sektörün ve genel ekonominin taşıdığı risk düzeyine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenir. Genellikle, projeksiyon döneminin sonunda, şirketin uç değerinin bugünkü değeri hesaplanarak serbest nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilir ve şirket değerine ulaşılır. Bu yöntem üç aşamadan meydana gelmektedir.

#### **İskonto oranının belirlenmesi**

İndirgenmiş nakit akımlar yöntemine göre yapılan değerlemede iskonto oranının belirlenmesi çok önemlidir. İskonto oranı belirlenirken, ilgili sektörün özellikleri, sektördeki diğer şirketlerin sermaye maliyeti, şirketin sermaye maliyeti, genel ekonominin durumu gibi unsurlar dikkate alınmaktadır.

#### **Gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi**

Bir şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımları tahmin edilirken, cari dönem ve geçmiş dönemlerdeki nakit akımları da incelenmektedir. Cari dönem ve geçmiş dönemlerdeki nakit akımları geleceğe yönelik projeksiyonlarda gösterge olarak kullanılmaktadır.

#### **Nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması**

Tahmin edilen gelecekteki nakit akımları belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmektedir.

Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemine göre değerlendirme çalışmasında, Silopi Elektrik için 1 Temmuz 2014 – 31 Aralık 2040 dönemi ve Park Elektrik için 1 Temmuz 2014 – 31 Aralık 2036 dönemine ilişkin olarak hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

### **2.3 Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi**

Piyasa yaklaşımı, esas olarak değerlendirme konusu şirketi piyasada satın alma işlemine konu olmuş benzer nitelikteki şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymet ile karşılaştırmaktır. Piyasa yaklaşımında en çok kullanılan değerlendirme yöntemlerinin üçü aşağıdaki gibidir:

- Şirketlerin mülkiyet haklarının alınıp satıldığı halka açık hisse senedi piyasalarındaki benzer nitelikteki şirketlere ilişkin verilerin kullanılarak değerlendirme yapılması (piyasa çarpanları yöntemi)
- Benzer nitelikteki şirketlerin mülkiyet haklarının, halka açık olan hisse senedi piyasaları dışında, blok olarak alınıp satıldığı işlemlere ilişkin verilerin kullanılarak değerlendirme yapılması (benzer işlemler yöntemi)
- Değerlemeye konu olan şirketin mülkiyet haklarına yönelik daha önce gerçekleştirilmiş alım satım işlemlerin ait verilerin kullanılarak değerlendirme yapılması (borsa değeri yöntemi)

#### **Silopi Elektrik – Benzer işlemler yöntemi**

Yakın geçmişte, Aralık 2012 – Haziran 2014 arasındaki dönemde, Türkiye’de bazı termik elektrik santralleri özelleştirme yolu ile satılmıştır. Söz konusu özelleştirme işlemlerinde oluşan fiyatlar esas alınmış ve, bu fiyatlara gerekli düzeltmeler yapılarak, Silopi Elektrik’in benzer işlemler yöntemine göre değerlendirme çalışması yapılmıştır.

#### **Park Elektrik – Borsa değeri yöntemi**

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Park Elektrik hisselerinin %31.99 oranındaki kısmı Borsa İstanbul Anonim Şirketi’nde (“Borsa İstanbul”) işlem görmektedir. Borsa değeri, hisselerin Borsa İstanbul’da oluşan birim fiyatının toplam hisse adediyle çarpılması suretiyle hesaplanmaktadır. Piyasada meydana gelen hareketler, şirketler hakkındaki haberler ve şirketlerin halka açıklık oranı gibi faktörler borsa değerini etkilemektedir. Buna bağlı olarak, borsa değerinin şirket değerini yansıtmadaki doğruluğu şirketten şirkete değişiklik gösterebilir.

### 3. BİRLEŞME ORANI VE HİSSE DEĞİŞTİRME ORANININ HESAPLAMASI

#### 3.1. Özkaynak değeri yöntemi

Özkaynak değeri yöntemine göre birleşmeye esas değer (Bin Türk Lirası ("TL")) - 30 Haziran 2014

|                              | Devralan<br>şirket:<br>Silopi<br>Elektrik | Devrolan<br>şirket:<br>Park<br>Elektrik | Toplam                |
|------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------|
| Çıkarılmış sermaye           | 80,000                                    | 148,867                                 |                       |
| Özkaynaklar                  | <u>73,205</u>                             | <u>469,102</u>                          |                       |
| <b>Birleşmeye esas değer</b> | <b><u>73,205</u></b>                      | <b><u>469,102</u></b>                   | <b><u>542,307</u></b> |

Özkaynak değeri yöntemine göre birleşme oranı ve hisse değiştirme oranı

|                          |   |                           |   |          |
|--------------------------|---|---------------------------|---|----------|
| Birleşme oranı           | = | $\frac{73,205}{542,307}$  | = | %13.50   |
| Birleşme sonrası sermaye | = | $\frac{80,000}{0.1350}$   | = | 592,645  |
| Artırılacak sermaye      | = | 592,645 – 80,000          | = | 512,645  |
| Değiştirme oranı         | = | $\frac{512,645}{148,867}$ | = | 3.443637 |

Silopi Elektrik'in özkaynaklarının tespit edilmesinde, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tablolar esas alınmıştır. Park Elektrik'in özkaynaklarının tespit edilmesinde, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan sınırlı bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tablolar esas alınmıştır.

Özkaynak yöntemine göre, birleşme oranı %13.50, hisse değiştirme oranı 3.443637 ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı 512,645 bin TL olarak hesaplanmıştır. Bu yöntemle göre, birleşme sonrası Silopi Elektrik'in sermayesi 592,645 bin TL olacaktır.

#### 3.2. İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ("İNAA")

İNAA yöntemine göre birleşmeye esas değer (Bin TL) – 30 Haziran 2014

|                              | Devralan<br>şirket:<br>Silopi<br>Elektrik | Devrolan<br>şirket:<br>Park<br>Elektrik | Toplam                  |
|------------------------------|-------------------------------------------|-----------------------------------------|-------------------------|
| Çıkarılmış sermaye           | 80,000                                    | 148,867                                 |                         |
| İNAA değeri                  | <u>3,518,885</u>                          | <u>1,402,196</u>                        |                         |
| <b>Birleşmeye esas değer</b> | <b><u>3,518,885</u></b>                   | <b><u>1,402,196</u></b>                 | <b><u>4,921,081</u></b> |

### İNAA yöntemine göre birleşme oranı ve hisse değiştirme oranı

|                          |   |                               |   |          |
|--------------------------|---|-------------------------------|---|----------|
| Birleşme oranı           | = | $\frac{3,518,885}{4,921,081}$ | = | %71.51   |
| Birleşme sonrası sermaye | = | $\frac{80,000}{0.7151}$       | = | 111,878  |
| Artırılacak sermaye      | = | 111,878 – 80,000              | = | 31,878   |
| Değiştirme oranı         | = | $\frac{31,878}{148,867}$      | = | 0.214138 |

Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in İNAA yöntemine göre değerlerinin hesaplanmasında, Silopi Elektrik için 1 Temmuz 2014 – 31 Aralık 2040 dönemi ve Park Elektrik için 1 Temmuz 2014 – 31 Aralık 2036 dönemi için hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır.

İNAA yöntemine göre, birleşme oranı %71.51, hisse değiştirme oranı 0.214138 ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı 31,878 bin TL olarak hesaplanmıştır. Bu yönetime göre, birleşme sonrası Silopi Elektrik'in sermayesi 111,878 bin TL olacaktır.

### 3.3 Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi

**Benzer işlemler yöntemi (Silopi Elektrik) ve borsa değeri yöntemi (Park Elektrik) göre birleşmeye esas değer (Bin TL) – 30 Haziran 2014**

|                              | <b>Devralan<br/>şirket:<br/>Silopi<br/>Elektrik</b> | <b>Devrolan<br/>şirket:<br/>Park<br/>Elektrik</b> | <b>Toplam</b>           |
|------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------|-------------------------|
| Çıkarılmış sermaye           | 80,000                                              | 148,867                                           |                         |
| Benzer işlemler değeri       | 2,451,746                                           | -                                                 |                         |
| Piyasa değeri                | -                                                   | 674,487                                           |                         |
| <b>Birleşmeye esas değer</b> | <b><u>2,451,746</u></b>                             | <b><u>674,487</u></b>                             | <b><u>3,126,233</u></b> |

**Benzer işlemler yöntemi (Silopi Elektrik) ve borsa değeri (“BD”) yöntemine (Park Elektrik) göre birleşme oranı ve hisse değiştirme oranı**

|                          |   |                               |   |          |
|--------------------------|---|-------------------------------|---|----------|
| Birleşme oranı           | = | $\frac{2,451,746}{3,126,233}$ | = | %78.42   |
| Birleşme sonrası sermaye | = | $\frac{80,000}{0.7842}$       | = | 102,008  |
| Artırılacak sermaye      | = | 102,008 – 80,000              | = | 22,008   |
| Değiştirme oranı         | = | $\frac{22,008}{148,867}$      | = | 0.147839 |

Silopi Elektrik halka açık değildir ve hisseleri herhangi bir menkul kıymetler borsasında işlem görmemektedir. Bu nedenle, Türkiye’de Aralık 2012 ile Haziran 2014 arasındaki dönemde yapılan termik santral özelleştirme ihalelerinde oluşan satış fiyatları incelenmiştir. İhalelerde oluşan satış fiyatlarında, söz konusu satış işlemleri ile Silopi Elektrik arasındaki benzerliği sağlamak için bazı düzeltmeler yapılmış ve düzeltilmiş fiyatların ortalaması kullanılarak Silopi Elektrik’in değeri hesaplanmıştır.

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Park Elektrik hisselerinin %31.99 oranındaki kısmı Borsa İstanbul’da işlem görmektedir. Park Elektrik’in piyasa değeri hesaplanırken, hisse senetlerinin 1 Temmuz 2013 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki son bir yıllık ve 1 Haziran 2014 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki son bir aylık günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamalarına göre hesaplanan piyasa değerleri ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır.

Benzer işlemler yöntemi ve piyasa değeri yöntemine göre, birleşme oranı %78.42, hisse değiştirme oranı 0.147839 ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı 22,008 bin TL olarak hesaplanmıştır. Bu yöntemle göre, birleşme sonrası Silopi Elektrik’in sermayesi 102,008 bin TL olacaktır.

### 3.4. Sonuç

SPK’nın II-23.2 numaralı Birleşme ve Bölünme Tebliği ile düzenlendiği üzere, Silopi Elektrik ve Park Elektrik’in birleşmesi işleminde, birleşme ve hisse değiştirme oranları ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı uluslararası kabul görmüş üç farklı değerlendirme yöntemi kullanılarak hesaplanmıştır.

Bu çalışmada, Silopi Elektrik ve Park Elektrik’in birleşmesi işleminde, birleşme ve hisse değiştirme oranları ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarının belirlenmesi amacıyla, varlık esaslı yaklaşım - özkaynak değeri yöntemi, gelir yaklaşımı - indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi ve piyasa yöntemi - Silopi Elektrik için benzer işlemler yöntemi ve Park Elektrik için borsa değeri yöntemi kullanılmıştır.

Özkaynak değeri yöntemi, sadece değerlendirme tarihi itibarıyla kayıtlı özkaynak değerini göstermekte; ve müşteri portföyü, personel, ticari isimler ve markalar, patentler, lisanslar, pazar payı, dağıtım ağı ve gelecek potansiyeli gibi kayıtlarda yansıtılmayan değerleri dikkate almamaktadır. 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Silopi Elektrik bir ünite ile üretim faaliyetlerini sürdürmekte; ikinci üçüncü ünitelerin, sırasıyla, Ekim 2014 ve Aralık 2014 aylarında faaliyete geçeceği tahmin edilmektedir. İkinci ve üçüncü ünitelerin faaliyete geçmesi ile birlikte, Silopi Elektrik’in elektrik enerjisi üretim kapasitesi şimdiki kapasitesinin üç katına çıkacaktır. İlave olarak, özkaynak değeri ile piyasa değeri arasında, enflasyon ve demode olma gibi nedenlerden dolayı önemli oranda farklılık olabilmektedir. Genel olarak, özkaynak değeri, yüksek enflasyon olan ekonomilerde bir önemi olmayan, yalnızca varlığın en düşük değeri konusunda fikir veren bir değerdir. Bu nedenlerden dolayı, birleşme ve hisse değiştirme oranları ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı hesaplanırken indirgenmiş nakit akışları analizi yöntemi ve piyasa yöntemi (Silopi Elektrik için benzer işlemler yöntemi ve Park Elektrik için borsa değeri yöntemi) ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. Ağırlıklandırılarak kullanılan bu iki yöntemin birleşme ve hisse değiştirme oranları ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarının belirlenmesinde adil ve makul olduğu düşünülmektedir.

Yukarıda bahsedilen iki yöntemle verilen ağırlıklara göre hesaplanan birleşme ve hisse değiştirme oranları ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı aşağıda belirtilmiştir. Ağırlıklandırma yaklaşımının kullanılması ile birlikte, yukarıda bahsedilen iki değerlendirme yönteminin kullanılmasının birleşmeye taraf olan Silopi Elektrik ve Park Elektrik’in yatırımcıları için adil ve makul olduğu düşünülmektedir. Buna göre, birleşme oranı %74.19, hisse değiştirme oranı 0.186914 ve birleşme sonucunda artırılacak sermaye tutarı 27,825 bin TL olarak hesaplanmıştır.

## Yöntemler ve Uzman Kuruluş analizi

|                                   | <b>Varlık<br/>yaklaşımı<br/>Özkaynak<br/>değeri</b> | <b>Piyasa<br/>yaklaşımı<br/>Benzer<br/>işlemler<br/>ve BD</b> | <b>Gelir<br/>yaklaşımı<br/>İNAA</b> | <b>Uzman<br/>Kuruluş<br/>analizi</b> |
|-----------------------------------|-----------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-------------------------------------|--------------------------------------|
| Birleşme oranı (%)                | 13.4988                                             | 78.4249                                                       | 71.5063                             | 74.1941                              |
| Birleşme sonrası sermaye (Bin TL) | 592,645                                             | 102,008                                                       | 111,878                             | 107,825                              |
| Değiştirme oranı                  | 3.443637                                            | 0.147839                                                      | 0.214138                            | 0.186914                             |
| Artırılacak sermaye (Bin TL)      | 512,645                                             | 22,008                                                        | 31,878                              | 27,825                               |
| Ağırlıklandırma oranı (%)         | -                                                   | 50                                                            | 50                                  |                                      |

### Uzman Kuruluş analizi – (Para birimi: Bin TL)

|                              | <b>Devralan şirket<br/>Silopi Elektrik</b> |                            |                         | <b>Devrolan şirket<br/>Park Elektrik</b> |                         |                         | <b>Toplam</b>           |
|------------------------------|--------------------------------------------|----------------------------|-------------------------|------------------------------------------|-------------------------|-------------------------|-------------------------|
|                              | <b>İNAA</b>                                | <b>Benzer<br/>işlemler</b> | <b>Değer</b>            | <b>İNAA</b>                              | <b>Borsa<br/>değeri</b> | <b>Değer</b>            |                         |
| Çıkarılmış sermaye           | 80,000                                     | 80,000                     | -                       | 148,867                                  | 148,867                 | -                       |                         |
| İNAA değeri                  | 3,518,885                                  | -                          | -                       | -                                        | -                       | -                       |                         |
| Benzer işlemler değeri       | -                                          | 2,451,746                  | -                       | -                                        | -                       | -                       |                         |
| Borsa değeri                 | -                                          | -                          | -                       | 1,402,196                                | 674,487                 | -                       |                         |
| <b>Birleşmeye esas değer</b> | <b><u>3,518,885</u></b>                    | <b><u>2,451,746</u></b>    | <b><u>2,985,316</u></b> | <b><u>1,402,196</u></b>                  | <b><u>674,487</u></b>   | <b><u>1,038,342</u></b> | <b><u>4,023,658</u></b> |
| <b>Ağırlıklandırma oranı</b> | <b>%50</b>                                 | <b>%50</b>                 | <b>%100</b>             | <b>%50</b>                               | <b>%50</b>              | <b>%100</b>             |                         |

### Benzer işlemler yöntemi (Silopi Elektrik) ve borsa değeri yöntemine (Park Elektrik) göre birleşme oranı ve hisse değiştirme oranı

|                          |   |                               |   |          |
|--------------------------|---|-------------------------------|---|----------|
| Birleşme oranı           | = | $\frac{2,985,316}{4,023,657}$ | = | %74.19   |
| Birleşme sonrası sermaye | = | $\frac{80,000}{0.7419}$       | = | 107,825  |
| Artırılacak sermaye      | = | 107,825 – 80,000              | = | 27,825   |
| Değiştirme oranı         | = | $\frac{27,825}{148,867}$      | = | 0.186914 |

#### 4. SİLOPİ ELEKTRİK VE PARK ELEKTRİK DEĞERLEME BİLGİLERİ

##### 4.1 Özkaynak değeri yöntemi

Silopi Elektrik'in özkaynaklarının tespit edilmesinde, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tablolar esas alınmıştır. Park Elektrik'in özkaynaklarının tespit edilmesinde, Türkiye Muhasebe Standartları'na uygun olarak hazırlanan sınırlı bağımsız denetimden geçmiş 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla ve aynı tarihte sona eren altı aylık döneme ait finansal tablolar esas alınmıştır.

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in sermaye yapıları aşağıdaki gibidir:

|                    | <u>Silopi Elektrik</u> |                 | <u>Park Elektrik</u> |                 |
|--------------------|------------------------|-----------------|----------------------|-----------------|
|                    | <u>Pay</u>             | <u>Tutar</u>    | <u>Pay</u>           | <u>Tutar</u>    |
| <u>Hissedarlar</u> | <u>oranı (%)</u>       | <u>(Bin TL)</u> | <u>oranı (%)</u>     | <u>(Bin TL)</u> |
| Park Holding       | 99.99                  | 79,999          | 61.25                | 91,168          |
| Turgay Ciner       | 0.01                   | 1               | 6.76                 | 10,066          |
| Halka açık kısım   | -                      | -               | 31.99                | 47,633          |
|                    | <u>100.00</u>          | <u>80,000</u>   | <u>100.00</u>        | <u>148,867</u>  |

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Silopi Elektrik ve Park Elektrik'in birleşmeye esas özkaynakları aşağıdaki gibidir:

|                                                                                          | <u>(Bin TL)</u>        |                      |
|------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------|----------------------|
|                                                                                          | <u>Silopi Elektrik</u> | <u>Park Elektrik</u> |
| Ödenmiş sermaye                                                                          | 80,000                 | 148,867              |
| Sermaye düzeltme farkları                                                                | 2,696                  | 16,377               |
| Hisselere ilişkin primler                                                                | -                      | 6,308                |
| Kar ve zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler ve giderler | (57)                   | 16,888               |
| - Maddi duran varlıklar yeniden değerlendirme artışları                                  | -                      | 16,706               |
| - Aktüeryal kazanç (kayıp)                                                               | (57)                   | 182                  |
| Kardan ayrılan kısıtlanmış yedekler                                                      | 3,090                  | 39,354               |
| Geçmiş yıllar karları (zararları)                                                        | (35,254)               | 228,668              |
| Net dönem karı                                                                           | <u>22,730</u>          | <u>12,640</u>        |
|                                                                                          | <u>73,205</u>          | <u>469,102</u>       |

##### 4.2 İndirgenmiş nakit akımları analizi yöntemi

İndirgenmiş nakit akımlar analizi yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının bugünkü değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonların sonucunda elde edilen nakit akımları şirketin, sektörün ve genel ekonominin taşıdığı risk düzeyine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenir. Genellikle, projeksiyon döneminin sonunda, şirketin uç değerinin bugünkü değeri hesaplanarak serbest nakit akımlarının bugünkü değerine ilave edilir ve şirket değerine ulaşılır. Bu yöntem üç aşamadan meydana gelmektedir.

**İskonto oranının belirlenmesi:** İndirgenmiş nakit akımlar analizi yöntemine göre yapılan değerlemede iskonto oranının belirlenmesi çok önemlidir. İskonto oranı belirlenirken, ilgili sektörün özellikleri, sektördeki diğer şirketlerin sermaye maliyeti, şirketin sermaye maliyeti, genel ekonominin durumu gibi unsurlar dikkate alınmaktadır.

**Gelecekteki nakit akımlarının tahmin edilmesi:** Bir şirketin gelecekte sağlayacağı nakit akımları tahmin edilirken, cari dönem ve geçmiş dönemlerdeki nakit akımları da incelenmektedir. Cari dönem ve geçmiş dönemlerdeki nakit akımları geleceğe yönelik projeksiyonlarda gösterge olarak kullanılmaktadır.

Değerlemedeki net bugünkü değer formülündeki “gelecekteki nakit akımı” olarak toplam faaliyet serbest nakit akımı kullanılır. Toplam faaliyet serbest nakit akımı aşağıdaki gibi hesaplanır:

Faaliyet karı \* (1-Vergi oranı)  
(+) Amortisman ve tükenme payları giderleri  
(-) İşletme sermayesindeki değişim  
(-) Yatırım harcamaları  
(=) Toplam faaliyet serbest nakit akımı

**Nakit akımlarının bugünkü değerinin hesaplanması:** Tahmin edilen gelecekteki nakit akımları belirlenen iskonto oranı ile bugünkü değere indirgenmektedir.

$$\text{Gelecekteki net nakit akım} \\ \text{Net bugünkü değer} = \frac{\text{Gelecekteki net nakit akım}}{(1 + \text{İndirgeme oranı})^{(\text{Nakit akımının yılı} - \text{Cari yılı})}}$$

#### ***İskonto (indirgeme) oranının hesaplanması***

Nakit akımının bir kısmı ortakların getiri beklentilerini bir kısmı da borç verenlerin getiri beklentilerini karşılamak üzere kullanılır. Gelecekte yaratılacağı varsayılan bu nakit akımlarının net bugünkü değerleri hesaplanırken kullanılacak olan iskonto oranı, hem ortakların hem de borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasıdır. Bu nedenle, şirket değerlemesinde, net bugünkü değer formülündeki “iskonto oranı” olarak şirkete fon sağlayan ortakların ve borç verenlerin beklentilerinin ağırlıklı ortalamasını ifade eden “Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti” (“k”) kullanılır.

#### **Silopi Elektrik**

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$k = (w_d * k_d * (1-t)) + (w_e * k_e) = (0.525 * \%6.52 * (1 - \%20)) + (0.475 * \%13.17) = \%2.74 + \%6.26 = \%9$$

wd: Borcun toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki ağırlığı = 0.525

kd: Borç maliyeti = %6.52

we: Özkaynakların toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki ağırlığı = 0.475

ke: Özkaynak maliyeti = %13.17

t: Kurumlar vergisi oranı = %20

$$k_e = r_f + (b * (E(r_m) - r_f)) = \%7.17 + (1 * (\%6)) = \%13.17$$

rf: Risksiz faiz oranı = %7.17

b: Özkaynak betası = 1

E(r<sub>m</sub>) – rf: Piyasa risk primi = %6

Risksiz faiz oranı hesaplanırken, 20 Mart 2024 vadeli devlet tahvilinin (TRT200324T13) 16 Temmuz 2014 tarihindeki ihracında oluşan yıllık ortalama bileşik faizi olan %8.97 baz alınmış, Haziran 2014'deki Türkiye CDS ("Credit Default Swap") değeri bu orandan çıkartılmış ve %7.17 oranına ulaşılmıştır.

Beta katsayısı şirketlerin piyasa riskinin bir ölçüsüdür. Beta katsayısı 1 olan şirketler piyasa ile paralel hareket ederler, orta risk grubundadırlar ve beklenen getirileri orta düzeydedir. Beta katsayısı 1'in üzerinde olan şirketler piyasa ile aynı yönde fakat daha hızlı olarak hareket ederler, yüksek risk grubundadırlar ve beklenen getirileri yüksektir. Beta katsayısı 1 ile 0 arasındaki şirketler piyasa ile aynı yönde fakat daha yavaş hareket ederler, düşük risk grubundadırlar ve beklenen getirileri düşüktür. Bu katsayının (-) olması şirketin piyasa ile ters yönde hareket ettiğini gösterir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değerlendirme yapılırken, ihtiyatlı davranmak amacıyla Beta katsayısı 1.00 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi hesaplanırken, 1928-2012 yılları arasındaki dönemde Amerika Birleşik Devletleri'ndeki hisse senetlerinin getirisinin, Amerika Birleşik Devletleri tahvillerinin getirisinden farkının geometrik ortalaması olan %4.2 oranı baz alınmış, Haziran 2014'deki Türkiye CDS "(Credit Default Swap)" değeri bu orana ilave edilmiş ve %6 oranına ulaşılmıştır.

Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin değeri, 1 Temmuz 2014 tarihinden 31 Aralık 2040 tarihine kadar olan dönemdeki projeksiyon yapılmış serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır. Halen faaliyette bulunan birinci ünitenin ve 2014 yılı içinde yatırımı tamamlanarak faaliyete başlayacak ikinci ve üçüncü ünitelerin 2040 yılı sonuna kadar önemli bir ilave yatırım gerektirmeksizin elektrik üretimi gerçekleştirecekleri ve bu tarihte ekonomik ömürlerini tamamlayacakları varsayılmıştır. İlave olarak, Şirket'in işletme hakkına sahip olduğu maden sahasındaki ekonomik olarak çıkartılabilir asfaltit rezervlerinin 2040 yılı sonunda tükeneyeceği varsayılmıştır. Ayrıca, mevcut maden sahasına ilişkin ruhsatın 2040 yılı sonuna kadar kolaylıkla ve önemli bir tutarda bir maliyet yüklenmeksizin yenileceği varsayılmıştır. İndirgeme (iskonto) oranı olarak %9 kullanılmış olup, Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine göre, 30 Haziran 2014 tarihindeki makul değerinin 3,518,885 bin TL olduğu tespit edilmiştir.

### **Park Elektrik**

Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti oranı aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

$$k = (wd * kd * (1-t)) + (we * ke) = (0.012 * \%5.65 * (1-\%20)) + (0.988 * \%8.95) = \%0.05 + \%8.84 = \%8.89$$

wd: Borcun toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki ağırlığı = 0.012

kd: Borç maliyeti = %5.65

we: Özkaynakların toplam yükümlülükler ve özkaynaklar içindeki ağırlığı = 0.988

ke: Özkaynak maliyeti = %8.95

t: Kurumlar vergisi oranı = %20

$$ke = rf + (b * (E(rm) - rf)) = \%2.95 + (1 * (\%6)) = \%8.95$$

rf: Risksiz faiz oranı = %2.95

b: Özkaynak betası = 1

E(rm) – rf: Piyasa risk primi = %6

Değerleme çalışmasında 1 Temmuz 2014 – 31 Aralık 2036 tarihleri arasındaki dönem için hazırlanan projeksiyonlar kullanılmıştır. Ayrıca, Şirket’in bakır satışları uluslararası piyasalarda oluşan ABD\$ bazındaki fiyatlar üzerinden yapılmaktadır. Bu nedenlerden dolayı, risksiz faiz oranı hesaplanırken, 10 yıl ve 30 yıl vadeli Amerika Birleşik Devletleri tahvillerinin 30 Haziran 2014 tarihindeki faiz oranları olan, sırasıyla, %2.532 ve %3.361 baz alınmış, bu oranların aritmetik ortalaması olan %2.95 oranına ulaşılmıştır.

Beta katsayısı şirketlerin piyasa riskinin bir ölçüsüdür. Beta katsayısı 1 olan şirketler piyasa ile paralel hareket ederler, orta risk grubundadırlar ve beklenen getirileri orta düzeydedir. Beta katsayısı 1’in üzerinde olan şirketler piyasa ile aynı yönde fakat daha hızlı olarak hareket ederler, yüksek risk grubundadırlar ve beklenen getirileri yüksektir. Beta katsayısı 1 ile 0 arasındaki şirketler piyasa ile aynı yönde fakat daha yavaş hareket ederler, düşük risk grubundadırlar ve beklenen getirileri düşüktür. Bu katsayının (-) olması şirketin piyasa ile ters yönde hareket ettiğini gösterir. İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre değerlendirme yapılırken, ihtiyatlı davranmak amacıyla Beta katsayısı 1.00 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi hesaplanırken, 1928-2012 yılları arasındaki dönemde Amerika Birleşik Devletleri’ndeki hisse senetlerinin getirisinin, Amerika Birleşik Devletleri tahvillerinin getirisinden farkının geometrik ortalaması olan %4.2 oranı baz alınmış, Haziran 2014’deki Türkiye CDS “(Credit Default Swap)” değeri bu orana ilave edilmiş ve %6 oranına ulaşılmıştır.

Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin değeri, 1 Temmuz 2014 tarihinden 31 Aralık 2036 tarihine kadar olan dönemdeki projeksiyon yapılmış serbest nakit akımlarının bugünkü değerlerinin toplamıdır. Şirket’in işletme hakkına sahip olduğu maden sahasındaki ekonomik olarak çıkartılabilir bakır rezervlerinin 2037 yılı sonunda tükeneceği varsayılmıştır. Ayrıca, mevcut maden sahasına ilişkin ruhsatın süresi 7 Şubat 2022 tarihinde sona ermektedir. Söz konusu ruhsatın 2037 yılı sonuna kadar kolaylıkla ve önemli bir tutarda bir maliyet yüklenmeksizin yenileceği varsayılmıştır. İndirgeme (iskonto) oranı olarak %8.89 kullanılmış olup, Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi’nin indirgenmiş nakit akımları analizi yöntemine göre, 30 Haziran 2014 tarihindeki makul değerinin 1,417,629 bin TL olduğu tespit edilmiştir.

#### **4.3. Benzer işlemler yöntemi ve borsa değeri yöntemi**

##### **Silopi Elektrik - Benzer işlemler yöntemi**

Silopi Elektrik halka açık değildir ve hisseleri herhangi bir menkul kıymetler borsasında işlem görmemektedir. Bu nedenle, Türkiye’de Aralık 2012 ile Haziran 2014 arasındaki dönemde yapılan termik santral özelleştirme ihalelerinde oluşan satış fiyatları incelenmiştir. İhalelerde oluşan satış fiyatlarında, söz konusu satış işlemleri ile Silopi Elektrik arasındaki benzerliği sağlamak için bazı düzeltmeler yapılmış ve düzeltilmiş fiyatların ortalaması kullanılarak Silopi Elektrik’in değeri hesaplanmıştır.

Silopi Elektrik'in benzer işlemler yöntemine göre değerinin hesaplanmasında esas alınan termik santral alım satım işlemleri aşağıdaki gibidir:

|                                        | <u>Tarih</u> | <u>Kurulu Güç (MW)</u> | <u>Tutar (Milyon ABD\$)</u> |
|----------------------------------------|--------------|------------------------|-----------------------------|
| Seyitömer Termik Santrali              | Aralık 2012  | 600                    | 2,248                       |
| Kangal Termik Santrali                 | Şubat 2013   | 457                    | 985                         |
| Yeniköy ve Kemerköy Termik Santralleri | Nisan 2014   | 1,050                  | 2,640                       |
| Yatağan Termik Santrali                | Haziran 2014 | 630                    | 1,091                       |

Santrallerin ünite sayıları ve faaliyete başlama yılları aşağıdaki gibidir:

|                                        | <u>Ünite sayısı ve güç</u> | <u>Ünitelerin faaliyete başlama yılları</u> |          |          |          |          |
|----------------------------------------|----------------------------|---------------------------------------------|----------|----------|----------|----------|
|                                        |                            | <u>1</u>                                    | <u>2</u> | <u>3</u> | <u>4</u> | <u>5</u> |
| Seyitömer Termik Santrali              | 4*150 MW                   | 1973                                        | 1974     | 1977     | 1989     | -        |
| Kangal Termik Santrali                 | 2*150 MW                   | 1989                                        | 1990     | -        | -        | -        |
|                                        | 1 * 157MW                  | -                                           | -        | 2000     | -        | -        |
| Yeniköy ve Kemerköy Termik Santralleri | 5*210 MW                   | 1986                                        | 1987     | 1994     | 1994     | 1995     |
| Yatağan Termik Santrali                | 3*210 MW                   | 1982                                        | 1983     | 1984     | -        | -        |

Silopi Elektrik'e ait termik santral yeni bir tesistir. 135 MW kapasiteli birinci ünite 2009 yılında faaliyet başlamıştır. Her biri 135 MW kapasiteli ikinci ve üçüncü üniteler, sırasıyla, Ekim 2014 ve Aralık 2014 aylarında faaliyete başlayacaktır. Diğer taraftan, yukarıda sözü edilen termik santraller 1973 - 2000 yılları arasındaki dönemde faaliyete başlamıştır. Silopi Elektrik yönetiminden alınan bilgiye göre, bu termik santrallerin yenilenmeleri ve, dolayısıyla, Silopi Elektrik'e ait termik santral ile benzer nitelikte olabilmeleri için gereken asgari yatırım tutarları ve toplam düzeltilmiş benzer işlem değerleri aşağıda belirtilmiştir.

|                                        | <u>(Milyon ABD\$)</u>  |                     |                       |                            |                              |
|----------------------------------------|------------------------|---------------------|-----------------------|----------------------------|------------------------------|
|                                        | <u>Kurulu güç (MW)</u> | <u>Satış fiyatı</u> | <u>Yatırım tutarı</u> | <u>Benzer işlem değeri</u> | <u>MW başına birim değer</u> |
| Seyitömer Termik Santrali              | 600                    | 2,248               | 561                   | 2,809                      | 4.68                         |
| Kangal Termik Santrali                 | 457                    | 985                 | 298                   | 1,283                      | 2.81                         |
| Yeniköy ve Kemerköy Termik Santralleri | 1,050                  | 2,640               | 664                   | 3,304                      | 3.15                         |
| Yatağan Termik Santrali                | 630                    | 1,091               | 442                   | 1,533                      | 2.43                         |
|                                        | <u>2,737</u>           | <u>6,964</u>        | <u>1,965</u>          | <u>8,929</u>               | <u>3.26</u>                  |

İlave olarak dikkate alınması gereken diğer önemli bir husus, termik santralde kullanılan yakıt maliyetidir. Bir termik santralin değerini etkileyen en önemli değişken, santralde kullanılan kömüre ilişkin mevcut rezerv ile kömür maliyetinin toplam elektrik üretim maliyeti içindeki payıdır. Kömürün ısı değeri, kömür rezervinin durumu, kömürün çıkarılış şekli gibi faktörler kömür maliyetini etkilemektedir.

Silopi Elektrik yönetiminin, özelleştirme ihalelerine ilişkin olarak Özelleştirme İdaresi tarafından sunulan bilgilere dayanarak hazırlanmış olduğu çalışmaya göre, yukarıda bahsedilen termik santrallere ilişkin yakıt maliyetleri aşağıdaki gibidir:

|                           | <b>Maliyet</b>    |                        | <b>Güncellenmiş maliyet - 2014</b> |
|---------------------------|-------------------|------------------------|------------------------------------|
|                           | <b><u>Yıl</u></b> | <b><u>(kr/kWh)</u></b> | <b><u>(kWh)</u></b>                |
| Seyitömer Termik Santrali | 2011              | 7.86                   | 9.35                               |
| Kangal Termik Santrali    | 2011              | 7.81                   | 9.29                               |
| Yeniköy Termik Santrali   | 2012              | 6.87                   | 7.72                               |
| Kemerköy Termik Santrali  | 2012              | <u>7.42</u>            | <u>8.33</u>                        |
| <b>Ortalama</b>           |                   | <b><u>7.49</u></b>     | <b><u>8.67</u></b>                 |

2014 yılı ilk altı aylık döneminde, Silopi Elektrik'in kömür maliyeti kWh başına 5.77 kuruş ("kr") olarak gerçekleşmiştir. Silopi Elektrik yönetimi, ikinci ve üçüncü ünitelerin faaliyete geçmesi ile birlikte, kWh başına kömür maliyetinin 2015 yılı fiyatları ile 4.42 kr ve toplam yakıt maliyetinin kWh başına 4.65 kr olacağını tahmin etmektedir.

Yapılan analizlere göre, yakıt maliyetindeki farklılıkların Silopi Elektrik'in varlık değerini, yukarıda bahsedilen termik santrallerin değerlerine göre, aşağıdaki gibi etkileyeceği tahmin edilmektedir:

|                         | <b><u>Silopi Elektrik</u></b> | <b><u>Benzer termik santraller</u></b> | <b><u>Yakıt maliyeti farklılıkları katsayısı</u></b> |
|-------------------------|-------------------------------|----------------------------------------|------------------------------------------------------|
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 4.65                          | 8.67                                   | 1.6                                                  |
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 4.65                          | 7.67                                   | 1.4                                                  |
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 4.65                          | 6.67                                   | 1.2                                                  |
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 5.77                          | 8.67                                   | 1.4                                                  |
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 5.77                          | 7.67                                   | 1.2                                                  |
| Yakıt maliyeti (kr/kWh) | 5.77                          | 6.67                                   | <u>1.1</u>                                           |
| <b>Ortalama</b>         |                               |                                        | <b><u>1.3</u></b>                                    |

Özelleştirme ihalelerine konu olan yukarıdaki termik santrallerde yapılacak yenileme ve modernizasyon yatırımlarının yakıt maliyetlerini düşüreceği varsayımı ile katsayı 1.2 olarak dikkate alınmıştır.

|                                                                                                |                                                |
|------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| Silopi Elektrik değerlemesi                                                                    | = Kurulu güç * MW başına birim değer * Katsayı |
|                                                                                                | = 405 * 3.26 * 1.2                             |
| Silopi Elektrik varlık değeri (Milyon ABD\$)                                                   | = 1,585                                        |
| İkinci ve üçüncü ünitelerin faaliyete geçmesi için gereken ilave yatırım tutarı (Milyon ABD\$) | (65)                                           |
| Net yabancı kaynaklar (milyon ABD\$)                                                           | (365)                                          |
| <b>Silopi Elektrik şirket değeri (Milyon ABD\$)</b>                                            | <b><u>1,155</u></b>                            |
| <b>Silopi Elektrik şirket değeri (Bin TL)</b>                                                  | <b>2,451,746</b>                               |

### **Park Elektrik - Borsa değeri yöntemi**

30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla, Park Elektrik hisselerinin %31.99 oranındaki kısmı Borsa İstanbul Anonim Şirketi'nde ("Borsa İstanbul") işlem görmektedir.

1 Temmuz 2013 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki bir yıllık dönemde, Park Elektrik'in borsa değeri aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

| <b><u>Tarih</u></b> | <b><u>Hisse fiyatı (TL)</u></b> | <b><u>Borsa değeri (Bin TL)</u></b> |
|---------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 1 Temmuz 2013       | 4.0487                          | 602,719                             |
| 31 Temmuz 2013      | 4.3143                          | 642,258                             |
| 29 Ağustos 2013     | 4.1403                          | 616,355                             |
| 30 Eylül 2013       | 5.1845                          | 771,802                             |
| 31 Ekim 2013        | 5.2944                          | 788,163                             |
| 29 Kasım 2013       | 5.1479                          | 766,354                             |
| 31 Aralık 2013      | 4.5067                          | 670,900                             |
| 31 Ocak 2014        | 4.4242                          | 658,618                             |
| 28 Şubat 2014       | 4.0578                          | 604,073                             |
| 31 Mart 2014        | 3.2243                          | 479,993                             |
| 30 Nisan 2014       | 3.6090                          | 537,262                             |
| 30 Mayıs 2014       | 4.2410                          | 631,346                             |
| 30 Haziran 2014     | 4.8900                          | 727,961                             |

1 Temmuz 2013 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki bir yıllık dönemde, hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamasına göre, Park Elektrik'in borsa değeri 659,059 TL olarak hesaplanmıştır.

1 Haziran 2014 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki bir aylık dönemde, Park Elektrik'in borsa değeri aşağıdaki gibi gerçekleşmiştir:

| <b><u>Tarih</u></b> | <b><u>Hisse fiyatı (TL)</u></b> | <b><u>Borsa değeri (Bin TL)</u></b> |
|---------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 2 Haziran 2014      | 4.2044                          | 625,897                             |
| 3 Haziran 2014      | 4.3510                          | 647,721                             |
| 4 Haziran 2014      | 4.4884                          | 668,176                             |
| 5 Haziran 2014      | 4.5158                          | 672,255                             |
| 6 Haziran 2014      | 4.6716                          | 695,448                             |
| 9 Haziran 2014      | 4.9097                          | 730,894                             |
| 10 Haziran 2014     | 4.7357                          | 704,991                             |
| 11 Haziran 2014     | 4.4609                          | 664,082                             |
| 12 Haziran 2014     | 4.7082                          | 700,897                             |
| 13 Haziran 2014     | 4.5983                          | 684,536                             |
| 16 Haziran 2014     | 4.5067                          | 670,900                             |
| 17 Haziran 2014     | 4.6258                          | 688,630                             |
| 18 Haziran 2014     | 4.6349                          | 689,985                             |

| <b><u>Tarih</u></b> | <b><u>Hisse fiyatı (TL)</u></b> | <b><u>Borsa değeri (Bin TL)</u></b> |
|---------------------|---------------------------------|-------------------------------------|
| 19 Haziran 2014     | 4.7082                          | 700,897                             |
| 20 Haziran 2014     | 4.6624                          | 694,079                             |
| 23 Haziran 2014     | 4.8456                          | 721,351                             |
| 24 Haziran 2014     | 4.7906                          | 713,163                             |
| 25 Haziran 2014     | 4.7265                          | 703,621                             |
| 26 Haziran 2014     | 4.6441                          | 691,354                             |
| 27 Haziran 2014     | 4.6441                          | 691,354                             |
| 30 Haziran 2014     | 4.8900                          | 727,961                             |

1 Haziran 2014 – 30 Haziran 2014 tarihleri arasındaki bir aylık dönemde, hisse senetlerinin günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamasına göre, Park Elektrik’in borsa değeri 689,914 bin TL olarak hesaplanmıştır.

Park Elektrik’in borsa değeri hesaplanırken, hisse senetlerinin son bir yıllık ve son bir aylık günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamalarına göre hesaplanan borsa değerleri ağırlıklandırılarak dikkate alınmıştır. Buna göre, Park Elektrik’in 30 Haziran 2014 tarihi itibarıyla birleşmeye esas borsa değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır:

|                                                                                                        | <b><u>Tutar (Bin TL)</u></b> | <b><u>Ağırlık</u></b> | <b><u>Borsa değeri (Bin TL)</u></b> |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------|-----------------------|-------------------------------------|
| Hisse senetlerinin son bir yıllık günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamasına göre borsa değeri | 659,059                      | 0.50                  | 329,530                             |
| Hisse senetlerinin son bir aylık günlük kapanış fiyatlarının aritmetik ortalamasına göre borsa değeri  | 689,914                      | 0.50                  | <u>344,957</u>                      |
|                                                                                                        |                              |                       | <b><u>674,487</u></b>               |

## **EKLER**

- Silopi Elektrik Üretim Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'nun birleşme işlemine ilişkin 1 Eylül 2014 tarih ve 2014/9 numaralı kararı
- Park Elektrik Üretim Madencilik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi Yönetim Kurulu'nun birleşme işlemine ilişkin 1 Eylül 2014 tarih ve 2014/9 numaralı kararı