

31.12.2021'de sona eren 12 aylık dönemde 134.130.580 TL olan finansman giderleri 448.483.756 TL (%334,36) artarak 31.12.2022'de sona eren 12 aylık dönemde 582.614.336 TL'ye ulaşmıştır. Bu artıştaki en büyük pay, Akçay HES'in kanal katılım anlaşması çerçevesinde DSİ'ye ödeyeceği ortak tesis katılım bedelinin yılsonu itibariyle Yurtiçi-ÜFE oranıyla güncellenmesi nedeniyle oluşan finansman giderinden kaynaklanmaktadır.

Net Parasal Pozisyon Kazançlarına ilişkin açıklama:

Enflasyon muhasebesi uygulamasına ilişkin olarak SPK'nın 08/02/2024 tarih ve 81/1820 sayılı SPK Kararı'nın 1.(c) bendi uyarınca; *"Halka açık olan ortaklıkların, ortaklık hakkı veren sermaye piyasası araçlarının halka arzında düzenlenecek izahnamede, II-5.1 sayılı İzahname ve İhraç Belgesi Tebliği'nin 11'inci maddesinde belirtilen esaslara ve sürelerle uygun olarak 31.12.2023 tarihinde sona eren hesap dönemine ait yıllık finansal tablolardan başlamak üzere enflasyon muhasebesi uygulanmış karşılaştırmalı finansal tabloların yer almasına, (Örneğin; enflasyon muhasebesi uygulanmış 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal tablolar ile enflasyon muhasebesi uygulanmamış 31.12.2021 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemine ait yıllık finansal tablolar)"* karar verilmiştir.

Buna göre, 31.12.2021 tarihi itibariyle sona eren hesap dönemine ait enflasyon muhasebesi uygulanmaması sebebiyle herhangi bir parasal kazanç/kayıp hesaplanmamıştır. 31.12.2022'de sona eren 12 aylık döneme ilişkin kar/zarar tablosuna ise enflasyon muhasebesi sonucu 472.361.915 TL parasal kazanç olarak yansıtılmıştır.

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri

31.12.2021'de sona eren 12 aylık dönemde toplam 34.727.012 TL olan vergi giderleri 801.925.633 TL (%2309) azalarak 31.12.2022'de sona eren 12 aylık dönemde 767.198.621 TL gelir oluşturmuştur. Bu durumun esas nedeni, Şirket'in 2022 yılında Vergi Usul Kanunu Geçici 32. ve Mükerrer 298/ç maddeleri uyarınca duran varlıklarının yeniden değerlemeye tabi tutulması sonucu ertelenmiş vergi yükümlülüklerinin azalmasından kaynaklanmaktadır.

Net Dönem Kârı

Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak Şirket'in 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihinde sona eren yıllarda sırasıyla 136.272.368 TL ve 1.496.497.156 TL dönem kârı oluşmuştur.

30.06.2024 tarihinde sona eren 6 aylık dönem ile 30.06.2023 tarihinde sona eren 6 aylık dönemin 30.06.2024 satın alma gücüne göre karşılaştırması:

Şirket'in 30.06.2023 ve 30.06.2024 tarihlerinde sona eren 6 aylık dönemlere ait konsolide kar veya zarar tablolarının 30.06.2024 satın alma gücüne göre dönemler arasındaki farkları aşağıda gösterilmiştir.

Tablo 108: 30.06.2023 ve 30.06.2024 Dönemleri Karşılaştırma Konsolide Kar veya Zarar Tabloları Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide				
(TL)	01.01.2023- 30.06.2023**	01.01.2024- 30.06.2024**	30.06.2023-30.06.2024 Değişim	
	(Enflasyon Düzeltilmesi Yapılmış) (TL)	(Enflasyon Düzeltilmesi Yapılmış) (TL)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Hasılat	726.059.199	568.121.671	-157.937.528	-21,8%
Satışların Maliyeti (-)	-582.087.034	-470.472.153	111.614.881	-19,2%
Brüt Kar	143.972.165	97.649.518	-46.322.647	-32,2%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-21.316.515	-34.602.168	13.285.653	62,3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	874.485	2.407.284	1.532.799	175,3%
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-5.980.028	-1.524.549	4.455.479	-74,5%
Esas Faaliyet Karı/Zararı	117.550.107	63.930.085	-53.620.022	-45,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	124.428.983	21.963.437	-102.465.546	-82,3%
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	241.979.090	85.893.522	-156.085.568	-64,5%
Finansman (Giderleri) Gelirleri, net	-109.853.272	-145.941.761	36.088.489	32,9%
Net Parasal Pozisyon Kazançları	142.188.164	207.544.423	65.356.259	46,0%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	274.313.982	147.496.183	-126.817.799	-46,2%
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri	-470.931.260	-221.704.697	249.226.563	-52,9%
<i>-Dönem Vergi Gideri</i>	<i>-7.558.370</i>	<i>-8.602.609</i>	<i>-1.044.239</i>	<i>13,8%</i>
<i>-Ertelenmiş Vergi Gideri</i>	<i>-463.372.890</i>	<i>-213.102.088</i>	<i>250.270.802</i>	<i>-54,0%</i>
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı	-196.617.278	-74.208.514	122.408.764	-62,3%

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Hasılat:

Şirket'in hasılatı 2023 yılının ilk altı aylık döneminde 726.059.199 TL iken 2024 yılının ilk altı aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla 157.937.528 TL, %21,8 oranında azalarak 568.121.671 TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılı ilk altı aylık döneme ait satış tutarları İzahname'nin 10.1.1 bölümünde açıklandığı üzere SPK'nın 08.02.2024 tarihli 9/221 sayılı ve 28/08/2024 tarih ve 48/1367 sayılı Kararları gereği enflasyon etkisine göre düzeltilerek sunulmuş olup 2024 yılının ilk altı ayındaki elektrik satış fiyatlarındaki artışlar (Bir önceki yılın aynı dönemine göre yaklaşık %31,8) genel enflasyon (Tüketici Fiyat Endeksindeki) artışının gerisinde kalmıştır. Bu durum önceki yılın ilk altı aylık dönemine göre elektrik üretim ve satış miktarı %8,9 oranında yükselmiş olmasına rağmen, hasılatın düşmesine neden olmuştur. Ayrıca, Şirket'in bağlı ortaklıklarından Egenda'nın hidroelektrik santrallerinin (Eğlence 1 HES ve Eğlence 2 HES) YEKDEM süreleri 2023 yılı sonunda dolmasından dolayı, 2024 yılının ilk altı ayı içerisinde söz konusu santrallerin satışları YEKDEM teşvik fiyatı (Yaklaşık Mwh

başına 73 USD-Amerikan Doları) yerine bu tutarın gerisinde kalan piyasa takas fiyatları (PTF) üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Şirket'in 01.01-30.06.2023 ve 01.01.-30.06.2024 dönemlerinde elde ettiği toplam hasılatın kaynaklarına ilişkin özet tablo aşağıdaki gibidir:

Tablo 109: Hasılat

(TL)	01.01.2023-30.06.2023** (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)		01.01.2024-30.06.2024** (Enflasyon Düzeltmesi Yapılmış)		01.01-30.06.2023-01.01-30.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Hidroelektrik Enerjisi Elektrik Gelirleri	225.958.069	31,1%	152.763.146	26,9	-73.194.923	-32,4%
Rüzgâr Enerjisi Elektrik Gelirleri	375.014.614	51,7%	337.902.041	59,5	-37.112.573	-9,9%
Jeotermal Enerji Elektrik Gelirleri	61.203.947	8,4%	42.451.074	7,5	-18.752.873	-30,6%
Perakende Elektrik Satış Geliri	63.731.992	8,8%	34.975.575	5,9	-28.756.417	-45,1%
Diğer	150.577	0,02%	29.834	0,2	-120.743	-80,2%
Toplam Hasılat	726.059.199	100	568.121.671	100	-157.937.528	-21,8%

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Satışların Maliyeti:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 582.087.034 TL olan satışların maliyeti, 2024 yılının ilk altı aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 111.614.881 TL, %19,2 oranında azalarak 470.472.153 TL'ye düşmüştür. Söz konusu dönemde, toplam satışların maliyetinin hasılatlara oranı ise %80,2'den %82,8'e çıkmıştır. Satışların maliyetinin hasılatlara olan oranındaki artış, hasılat tutarındaki nispi düşüşten kaynaklanmaktadır.

2023 ve 2024 yılları ilk altı aylık dönemlere ait satış maliyetlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

Tablo 110: Satışların Maliyeti

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01-30.06.2023-01.01-31.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Dışarıdan Alınan Elektrik Maliyeti	194.211.329	26,7	95.913.444	16,9	-98.297.885	-50,6%
Amortisman ve İtfa Payı Giderleri	168.057.654	23,1	173.302.861	30,5	5.245.207	3,1%
Personel Giderleri	62.342.725	8,6	66.542.729	11,7	4.200.004	6,7%

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01-30.06.2023-01.01.-31.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Bakım ve Onarım Giderleri	28.563.571	3,9	35.550.451	6,3	6.986.880	24,5%
Dağıtım ve İletim Sistem Kullanım Bedelleri	85.110.114	11,7	62.605.992	11,0	-22.504.122	-26,4%
Sigorta Giderleri	21.318.287	2,9	16.987.169	3,0	-4.331.118	-20,3%
Kira Giderleri	2.479.170	0,3	3.735.775	0,7	1.256.605	50,7%
Diğer	20.004.184	2,8	15.833.732	2,8	-4.170.452	-20,8%
Toplam Satışların Maliyeti	582.087.034	80,2	470.472.153	82,8	-111.614.881	-19,2%

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Brüt Kâr:

Şirket'in brüt kârı 2023 yılı ilk altı aylık dönemde 143.972.165 TL iken, 2024 yılı ilk altı aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 46.322.647 TL, %32,2 oranında azalarak 97.649.518 TL'ye gerilemiştir. Aynı dönemlerde, Şirket'in brüt kâr marjı da %19,8'den %17,2'e düşmüştür. Bu düşüşün özellikle nedeni yukarıda açıklandığı üzere 2024 yılının ilk altı ayındaki elektrik satış fiyatlarının genel enflasyon artışının gerisinde kalmasından kaynaklanmaktadır.

Genel Yönetim Giderleri:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 21.316.515 TL olan genel yönetim giderleri, 2024 yılının ilk yarısında bir önceki yarıyla göre 13.268.344 TL, %62,3 artarak 34.602.168 TL'ye yükselmiştir 2024 yılı ilk altı aylık döneme ait genel yönetim giderlerinde bir önceki yılın aynı dönemine göre artış; Şirket faaliyetlerini güçlendirmek adına yeni danışmanlık hizmetleri alınmış olması nedeniyle danışmanlık giderlerinin artması ve vergi, resim ve harç giderlerindeki artış ile Akçay HES'in DSİ ile imzaladığı protokol kapsamında mahkemeye ödenen dava harçlarındaki artışlardan kaynaklanmaktadır. Hizmet giderleri , perakende elektrik satışı sırasında ödenen şebeke sistem kullanım giderlerinden oluşmakta olup 2023 yılının ilk 6 aylık dönemindeki giderlerin nispeten yüksek görünmesinin nedeni bu giderlerin 30.06.2024 tarihli satın alma gücüne göre endekslenmiş olmasından kaynaklanmaktadır.

2023 ve 2024 yılları ilk altı aylık dönemlere ait genel yönetim giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

Tablo 111: Genel Yönetim Giderleri

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01-30.06.2023-01.01.-30.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Personel Giderleri	222.857	0,03%	577.898	0,1%	355.041	159,3%

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01-30.06.2023-01.01-30.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Amortisman ve İtfa Payı Giderleri	1.578.788	0,2%	1.714.265	0,3%	135.477	8,6%
Avukatlık, Noter, İcra ve Dava Giderleri	1.279.044	0,2%	2.315.751	0,4%	1.036.707	81,1%
Danışmanlık Giderleri	3.574.951	0,5%	15.428.296	2,7%	11.853.345	331,6%
Bağış ve Yardımlar	1.152.899	0,2%	22.642	0,01%	-1.130.257	-98,0%
Hizmet Giderleri	9.429.500	1,3%	5.798.424	1,0%	-3.631.076	-38,5%
Vergi, Resim ve Harçlar	742.972	0,1%	7.663.972	1,3%	6.291.000	931,5%
Reklam Giderleri	531.134	0,1%	110.548	0,02%	-420.586	-79,2%
Diğer	2.804.370	0,4%	970.372	0,2%	-1.833.998	-65,4%
Toplam Genel Yönetim Giderleri	21.316.515	2,9%	34.602.168	6,1%	13.285.653	62,3%

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 874.485 TL olan esas faaliyetlerden diğer gelirler 2024 yılının ilk altı ayında bir önceki yılın aynı dönemine göre 1.532.799 TL, %175,3 artarak 2.407.284 TL'ye çıkmıştır. Bu artışın temel sebebi faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelirleri ile diğer gelirlerdeki artıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 2023 ve 2024 yılları ilk altı aylık dönemdeki esas faaliyetlerinden diğer gelirlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

Tablo 112: Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01-30.06.2023-01.01-30.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Kur Farkı Geliri	77.732	0,01	1.331.201	0,2	1.253.469	1612,6
Diğer Gelirler	796.753	0,1	1.076.083	0,2	279.330	35,1
Toplam	874.485	0,1	2.407.284	0,4	1.532.799	175,3

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 5.980.028 TL olan esas faaliyetlerden diğer giderler, 2024 yılı ilk altı aylık dönemde bir önceki yılın aynı dönemine göre 4.455.479 TL, %74,5 oranında azalarak 1.524.549 TL'ye düşmüştür. Bu düşüşün temel sebebi, Şirket'in yabancı para cinsinden ödeme yaptığı sigorta poliçeleri ile diğer cari hesap kur değerlemesinden kaynaklanan net kur farkı giderleri ile diğer giderlerdeki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Şirket'in 2023 ve 2024 yılları ilk altı aylık dönemdeki esas faaliyetlerinden diğer giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir:

Tablo 113: Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler

(TL)	01.01.2023-30.06.2023**		01.01.2024-30.06.2024**		01.01.-30.06.2023-01.01.-30.06.2024 Değişim	
	(TL)	Hasılat (%)	(TL)	Hasılat (%)	Değişim (TL)	Değişim (%)
Kur Farkı Gideri	1.696.594	0,2	-	-	-	-
Karşılık Giderleri	1.082.321	0,1	993.281	0,2	-89.040	-8,2
Diğer Giderler	3.201.113	0,4	531.268	0,1	-2.669.845	-83,4
Toplam	5.980.028	0,8	1.524.549	0,3	-4.455.479	-74,5

**30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsinden

Yatırım Faaliyetlerinden Gelir ve Giderlerde meydana gelen önemli değişiklikler ile bu değişikliklerin nedenlerine ilişkin açıklama:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 124.428.983 TL olan yatırım faaliyetlerinden gelirler 2024 yılının aynı döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 102.465.546 TL, %82,3 oranında azalarak 21.963.437 TL 'ye düşmüştür. Bu düşüşün temel sebebi 2023 yılının ilk altı ay içerisinde elde edilen 124.370.380 TL tutarındaki kur korumalı mevduat faiz gelirlerinin 2024 yılının ilk altı aylık dönemi içerisinde 21.843.387 TL'ye düşmesinden kaynaklanmıştır. Kalan farklar ise maddi duran varlık satış kazançlarından oluşmaktadır.

2023 ve 2024 yıllarına ait ilk altı aylık dönemlerde yatırım faaliyetlerine ilişkin herhangi bir gider söz konusu değildir.

Finansman Gelir ve Giderleri:

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 215.393.653 TL olan finansman gelirleri 2024 yılının aynı döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 94.704.443 TL, %44,0 azalarak 120.689.210 TL'ye düşmüştür. Söz konusu düşüş, kambiyo kârları ile mevduat faiz gelirlerinin düşmesinden kaynaklanmaktadır.

2023 yılının ilk altı aylık döneminde 325.246.925 TL olan finansman giderleri ise 2024 yılının ilk altı aylık döneminde bir önceki yılın aynı dönemine göre 58.615.954 TL, %18,0 azalarak 266.630.971 TL'ye düşmüştür. Bu düşüşün esas nedeni Akçay HES'in DSİ'ye olan borçları için hesaplanan faiz giderlerinin yapılandırma sonrasında yeni ödeme planında nispeten azalmasından kaynaklanmaktadır.

Net Parasal Pozisyon Kazançlarına ilişkin açıklama:

28/12/2023 tarih ve 81/1820 sayılı SPK Kararı uyarınca TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir. Söz konusu enflasyon muhasebesi uygulaması sonucunda, 30.06.2023 ve 30.06.2024'de sona eren altı aylık dönemlerde sırasıyla 142.188.164 TL ve 207.544.423 TL parasal kazanç hesaplanmıştır.

Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri)/Geliri:

Toplam vergi giderleri 2023 yılı ilk altı aylık dönemde 470.931.260 TL olarak, 2024 yılının aynı döneminde 221.704.697 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu düşüşteki ana etken, parasal

kazançlara isabet eden toplam vergi giderlerinin 2023 ilk altı aylık dönemde 406.360.134 TL'den 2024 yılının aynı dönemi için 194.861.794 TL'ye düşmesinden kaynaklanmaktadır.

Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak Şirket'in 30.06.2023 ve 30.06.2024 tarihlerinde sona eren altı aylık dönemlerinde sırasıyla 196.617.278 TL ve 74.208.514 TL dönem zararı olmuştur.

Tablo 114: Net Finansal Borç ve FAVÖK

	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş			
(TL)	31.12.2021	31.12.2022*	31.12.2023*	30.06.2024**
Net Finansal Borç	384.775.725	-65.901.065	-183.361.855	-367.757.980
FAVÖK*	230.945.638	982.852.075	478.352.394	238.064.476
Net Finansal Borç/FAVÖK	1,67	-0,07	-0,38	-1,54

*: FAVÖK hesaplaması sırasında, yabancı para kredi ve mevduat hesaplarındaki kur farkı ve faizlerinin ağırlıklı olarak oluşturduğu Esas Faaliyetlerden Gelir ve Giderler, Esas Faaliyetlerden Kar rakamına dahil edilmemiştir ve tutarlar 31.12.2023 tarihli satın alma gücü cinsindendir. **Tutarlar 30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsindendir.

Şirket yıllar itibarıyla yeni finansal borç almadığı ve nakit pozisyonunu güçlendirdiği için 31.12.2023 ve 31.12.2022 tarihleri itibarıyla net nakit pozisyonundadır. Bu nedenden dolayı Net Finansal Borçluluk oranı 31.12.2021'den itibaren azalmış ve 31.12.2022 ve 31.12.2023 ile 30.06.2024 tarihleri itibarıyla negatif olarak hesaplanmaktadır.

Şirket'in bağlı ortaklıkları ile birlikte 31.12.2023 ve 30.06.2024 tarihleri itibarıyla net finansal borç pozisyonu kırılımı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

Tablo 115: Enda Enerji Holding ve Bağlı Ortaklıkları Net Finansal Borç Pozisyonları

31.12.2023*				
Bağlı Ortaklık	Kısa Vadeli Finansal Borç (a)	Uzun Vadeli Finansal Borç (b)	Nakit ve Nakit Benzerleri* (c)	Net Borç (a+b-c)
Enda Enerji Holding A.Ş.	-883.901	-5.441.383	150.980.481	144.655.197
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.	-200.962.578	-322.426.511	220.509.598	-302.879.492
Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.	-	-	232.334.416	232.334.416
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.	-	-	13.182.358	13.182.358
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş.	-2.766	-2.237.219	90.302.893	88.062.908
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	-1.395	-548.837	7.302.797	6.752.564
Ensar Elektrik Enerjisi Ticaret A.Ş.	-	-	1.089.711	1.089.711
Res İyte Elektrik	-	-	164.193	164.193

31.12.2023*				
Bağlı Ortaklık	Kısa Vadeli Finansal Borç (a)	Uzun Vadeli Finansal Borç (b)	Nakit ve Nakit Benzerleri* (c)	Net Borç (a+b-c)
Üretim A.Ş.				
TOPLAM	-201.850.640	-330.653.951	715.866.446	183.361.855

*31.12.2023 tarihli finansal durum tablosunda yer alan kısa vadeli finansal yatırımlar dahil edilmiş olup tutarlar 31.12.2023 tarihli satın alma gücü cinsindendir.

30.06.2024*				
Bağlı Ortaklık	Kısa Vadeli Finansal Borç (a)	Uzun Vadeli Finansal Borç (b)	Nakit ve Nakit Benzerleri* (c)	Net Borç (a+b-c)
Enda Enerji Holding AŞ.	-1.395.959	-7.622.252	177.418.105	168.399.894
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.	-223.905.501	-270.866.127	263.400.734	-231.370.894
Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.	-	-	263.357.200	263.357.200
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.	-	-	21.605.241	21.605.241
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş.	-2.778	-2.245.373	127.451.589	125.203.438
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	-2.985	-839.932	18.993.154	18.150.237
Ensar Elektrik Enerjisi Ticaret A.Ş.	-	-	2.285.132	2.285.132
Res İyte Elektrik Üretim A.Ş.	-	-	127.732	127.732
TOPLAM	-225.307.223	-281.573.684	874.638.887	367.757.980

*30.06.2024 tarihli finansal durum tablosunda yer alan kısa vadeli finansal yatırımlar dahil edilmiş olup tutarlar 30.06.2024 tarihli satın alma gücü cinsindendir.

5 KULLANILAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nun hazırlanması kapsamında UDS 200 İşletme ve İşletmedeki Paylar uyarınca UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standartları çerçevesinde belirtilen değerlendirme yaklaşımları olan Maliyet Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılmıştır. Maliyet Yaklaşımı'nda yöntem olarak Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer) kullanılmıştır.

Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer) yaklaşımında, bağlı ortaklık ve iştiraklerin değerlemesinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen

Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri ile Özkaynak Değerleri ve UDS tanımlı bir değer esaslı olan Yatırım Bedelleri dikkate alınmıştır.

Bu raporda Enda Enerji Holding'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

- Maliyet Yaklaşımı: Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

5.1 Toplama Yöntemi (Net Aktif Değer)

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda Enda Enerji Holding'in özsermaye değerine ulaşılırken, Enda Enerji Holding'in bünyesinde bulunan bağlı ortaklıkları ve iştiraklerinin değerleri UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardı 70.9. maddesi çerçevesinde uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri de kullanılarak hesaplanmış ve her bir varlığın değeri toplanarak Enda Enerji Holding'in özsermaye değeri hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Şirket'in bağlı ortaklıklarının özkaynak değerleri hesaplanırken, Toplama Yöntemi'ne uygun değerlendirme yaklaşımları ve yöntemlerinden iki yöntem seçilmiş ve söz konusu yöntemlere göre hesaplanan değerlere eşit ağırlık verilerek nihai değere ulaşılmıştır.

Şirket'in %49,77 dolaylı pay sahibi olduğu iştiraki Antalya Enerji Üretim A.Ş. tasfiye halindedir ve değerlemeye dahil edilmemiştir.

Bağlı ortaklık ve iştiraklerin değerlemesinde, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardında tarif edilen değerlendirme yaklaşımlarından Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri ile Özkaynak Değerleri ve UDS tanımlı bir değer esaslı olan Yatırım Bedelleri dikkate alınmıştır. Şirket'in Net Aktif Değer'ine ulaşırken bağlı ortaklıkların yukarıda belirtilen yöntemler kullanılarak hesaplanan değerlerine, en son olarak Enda Enerji Holding'in solo bilançosunda yer alan varlıkları (+) ve borçları (-) olarak dikkate alınarak nihai değere ulaşılmıştır.

A. Gelir Yaklaşımı

i. İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi Metodolojisi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi, bir şirketin gelecekte yaratacağı serbest nakit akımlarının belirli bir iskonto (indirgeme oranı) ile bugüne indirgenmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem ile şirketin uzun vadeli potansiyelinin analiz edilmesi ve şirketin faaliyetlerinin içsel değerini belirlenmesi hedeflenmektedir. Bu İNA Analizi Şirket'in gelecekte kaydedeceği satış büyümesi, karlılık, net işletme sermayesi yönetimi ve yatırım harcamaları varsayımlarına önemli ölçüde bağlıdır. Dolayısıyla söz konusu varsayımların farklılaşması halinde farklı değerler söz konusu olabilmektedir. Bu nedenlerden ötürü İNA Yöntemi, belirli bir süresi olan ve söz konusu süre içinde gelirleri belirli kurallara bağlı olarak hesaplanabilen içerikte olan projeler için tercih edilen bir yöntem olarak öne çıkmaktadır.

Diğer taraftan İNA Analizi için gereken verilerin sağlanması ve geleceğe yönelik doğru ve tutarlı bir şekilde tahmin edilmesi zaman alıcı ve detaylı bir süreç gerektirmekte olup bu dezavantajdan dolayı piyasadaki bireysel yatırımcılar tarafından tercih edilmemektedir.

İNA Analizi'nde önemli rol oynayan bir diğer faktör ise şirketin gelecekte kaydedeceği serbest nakit akımlarının net bugünkü değerinin hesaplanmasıdır. Net Bugünkü Değer hesaplamasında kullanılacak nakit akışı indirgeme oranı gerek şirkete borç veren gerekse şirketin sermayedarlarının getiri beklentilerini karşılayacak seviyede olmalıdır. Şirketin borçlanma yapısı ve borç verenlerin ve sermayedarların beklentileri göz önünde bulundurularak Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ("AOSM") kullanılmalıdır. AOSM formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$AOSM = R_d (1-t) (D/D+E) + R_e E/(D+E)$$

R_d = Borçlanma maliyeti (Ortalama Borçlanma Maliyeti + Borçlanma Primi)

R_e = Özsermaye maliyeti

D = Sermaye yapısında borç oranı

E = Sermaye yapısında özsermaye oranı

t = Kurumlar Vergisi oranı

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti yaklaşımı ile Şirket'in özsermaye maliyeti ve vergi sonrası borçlanma maliyeti borç ve sermayenin Şirket'in mevcut ve hedef sermaye yapısına bağlı olarak ağırlıklandırılmaktadır. Bu hesaplama içinde kullanılan Özsermaye Maliyeti aşağıdaki şekilde hesaplanmaktadır.

$$R_e = R_f + B \times (R_m - R_f)$$

R_f = Risksiz Getiri Oranı

R_m = Piyasanın Ortalama Getiri Beklentisi

$R_m - R_f$ = Piyasa Risk Primi

B = Beta = ilgili hissenin piyasa hareketleri ile ilgili olan ilişkisi

Borçlanma Maliyeti ise genellikle Şirket'in uzun vadeli mevcut borçlanma maliyetini ifade etmekte olup eğer söz konusu oran mevcut değilse piyasanın ortalama faiz oranının, şirkete ilişkin risk primi eklenmesi ile oluşmaktadır. Aşağıda kullanılan formül verilmiştir.

$$R_d = \text{Ortalama Piyasa Borçlanma Maliyeti} + \text{Borçlanma Primi}$$

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi yönteminde Şirket'in belirsiz bir süre boyunca faaliyette olacağı kabul edilerek serbest nakit akışlarının bugünkü değeri iki farklı bileşenin toplamı olarak hesaplanmaktadır. Ancak Şirket'in üretim şirketlerinin lisans süreleri sonunda faaliyetlerinin devamı belirsiz nitelikte olduğu için Enda Enerji Holding'in Üretim Şirketleri'nin İNA analizi projeksiyon dönemi, lisans süreleri ile sınırlandırılmış olup, Projeksiyon Dönemi Sonrasından Gelen Değer dikkate alınmamıştır.

Projeksiyon Döneminden Gelen Değer:

Projeksiyon Dönemi olarak adlandırılan yatırım döneminde şirketin bütün operasyonları ve gelir kalemleri detaylı varsayımlarla tahmin edilerek şirkete olan toplam serbest nakit akışları

hesaplanmaktadır. Bu nakit akışları net bugünkü değer formülü ile bugüne indirgenmektedir. Net Bugünkü Değer formülü aşağıda belirtilmiştir.

$$NBD = \sum \text{Serbest Nakit Akışları}_{(N)} / (1+r)^{(N-n)}$$

Serbest Nakit Akışlar (N) = N dönemindeki serbest nakit akışları

r = Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

N= Projekte Edilen Dönem

Yatırımların Projeksiyon Dönemi Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri ile Toplam Firma Değerine ulaşılmaktadır. Ancak bu değer hem borç verenlere hem de hissedarlara aittir ve hissedara olan değere ulaşabilmek için birtakım düzeltmeler yapılması gerekmektedir. Toplam Firma Değerine, değerlendirme dönemi itibarıyla şirket içinde bulunan nakit eklenir ve söz konusu dönemdeki borçlar düşülür. Buradan çıkan değerün üstüne eğer varsa şirketin faaliyetleri için kullanılmayan dolayısıyla INA değerlemesine konu olmayan ancak alım satım konusunda bir değer içeren varlıklar eklenerek nihai değere ulaşılır.

Enda Enerji Holding, holding yapısında sahip olduğu için Şirket'in nakit akımları, yatırımlarından, bağlı ortaklıklarının ve iştiraklerinin faaliyetlerinden oluşmaktadır. Şirket'in Toplama Yöntemine göre (Net Aktif Değer) yapılan değerlemesi için gelir yaklaşımı kapsamında, her bir iştirak ve bağlı ortaklık için ayrı ayrı indirgenmiş nakit akımları analizi yapılmış olup, bu nedenden dolayı Enda Enerji Holding'in geleceğe dönük faaliyetleri için ayrıca bir nakit akımı analizi yapılmamıştır.

ii. Kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Varsayımları

Bağlı ortaklıkların değerlendirilmesi için INA Analizlerinde kullanılan varsayımlar şirketten şirkete değişmekle birlikte temel olarak kullanılan ortak varsayım seti aşağıda sunulmaktadır.

Kullanılan Para Birimi: Her bir üretim şirketi için Şirket tarafından temin edilen 2023 yılı finansal tabloları baz alınarak INA Analizleri ABD Doları bazında hazırlanmış olup, nihai değer hesaplaması sırasında, değerlendirme tarihi itibarıyla Türk Lirasına çevrilmiştir.

Projeksiyon Dönemi Süresi: Her bir üretim şirketi için lisans süresi ile paralel projeksiyon dönemi varsayılmış olup, lisans süresinden sonraki belirsizlik dikkate alınarak uç değer hesaplaması yapılmamıştır.

Piyasa Takas Fiyatları: YEKDEM kapsamındaki üretim şirketleri hariç, her bir üretim şirketi için gelir hesaplamasında kullanılan fiyatlar, Modus Enerji Yatırım ve Danışmanlık tarafından Enda Enerji Holding için santral bazında raporlanan nominal piyasa takas fiyatları alınmıştır. YEKDEM'e tabii olan Yaylaköy RES, Urla RES, Alaçatı RES, Mordoğan RES ve Germiyan RES'in tabii olduğu yıllar için YEKDEM tarifesi kullanılmıştır. Söz konusu YEKDEM fiyatlarına 2024 yılı için 2,85\$ (Enerjisa ile yapılan anlaşmaya bağlı olarak) sonraki yıllar için ise 3\$ YEKDEM primi eklenerek PTF fiyatları hesaplanmıştır. Modus tarafından verilen fiyatlar 2045 yılına kadar verilmiş olup, sonraki yıllar için hesaplanan PTF'ler için mevcut fiyatların üzerine %2 ABD Dolar enflasyonu eklenerek hesaplama yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda yıllar itibarıyla projeksiyonlarda baz alınan santral bazında kullanılan Piyasa Takas Fiyatları verilmektedir.

Tablo 116: Santraller Bazında Piyasa Takas Fiyatları

	Nominal									
	Akçay HES	Çaygören- HES	Eğlence 1 HES	Eğlence2 HES	Mordoğan RES	Alaçatı RES	Urla RES	Germiyan RES	Yaylaköy RES	Tuzla JES
2024	71,68	69,57	64,09	64,48	73,00	73,00	73,00	73,00	73,00	69,81
2025	75,71	74,00	70,59	70,63	74,68	74,68	74,68	74,68	74,68	73,71
2026	78,69	77,20	74,47	74,52	76,17	76,17	76,17	76,17	76,17	77,27
2027	82,12	78,39	68,13	68,73	79,19	77,90	78,68	77,86	78,02	77,19
2028	86,99	83,28	72,97	73,60	83,98	82,65	83,43	82,62	82,78	82,00
2029	92,14	88,37	77,78	78,42	89,15	87,80	88,59	87,76	87,93	87,13
2030	93,14	89,22	78,40	79,04	90,34	88,99	89,80	88,96	89,13	88,23
2031	98,44	94,62	84,10	84,72	95,72	94,40	95,19	94,37	94,54	93,63
2032	93,95	92,61	89,14	89,33	92,92	92,48	92,75	92,46	92,49	92,32
2033	99,74	98,41	95,00	95,19	98,72	98,27	98,54	98,26	98,28	98,13
2034	104,17	102,70	99,12	99,24	102,80	102,40	102,66	102,36	102,40	102,03
2035	107,92	106,54	103,00	103,06	106,20	105,90	106,09	105,82	105,88	105,24
2036	112,22	110,47	106,29	106,38	110,04	109,67	109,91	109,57	109,66	108,92
2037	115,94	114,31	109,75	109,92	114,44	113,98	114,25	113,91	113,98	113,27
2038	119,58	117,87	113,49	113,69	117,44	116,97	117,23	116,89	116,97	116,43
2039	127,56	125,45	119,92	120,13	124,90	124,34	124,67	124,23	124,31	123,56
2040	132,08	129,96	124,44	124,68	129,34	128,91	129,18	128,77	128,82	127,97
2041	125,70	124,01	119,98	119,98	123,13	122,96	123,09	122,81	122,87	121,89
2042	129,98	128,31	123,93	123,91	127,63	127,37	127,54	127,24	127,33	126,23
2043	129,75	127,03	120,63	120,79	126,79	126,16	126,58	126,06	126,18	125,23
2044	136,93	134,44	128,80	128,98	134,63	134,12	134,48	134,02	134,13	133,23
2045	137,33	134,72	128,94	129,11	133,84	133,39	133,69	133,22	133,29	132,45

Kaynak: Modus

Elektrik Üretim Miktarları: Her bir üretim şirketi için 2024 yılı hariç, tahmini elektrik üretim miktarları, Modus tarafından verilen uzun dönemli santral bazında elektrik üretim tahminlerine dayanmaktadır. Söz konusu üretim rakamlarına varsa ilgili yıllardaki kapasite artışlarına bağlı üretim artışları eklenmiştir. 2024 yılı için Şirket'ten temin edilen öngörüler çerçevesinde 2023 yılında gerçekleşen üretimlere benzer üretim miktarları tahmin edilmiştir.

Tablo 117: Santraller Bazında Üretim Miktarları Tahminleri

Üretim Ort. MWh	Akçay HES	Çaygören HES	Eğlence 1 HES	Eğlence 2 HES	Mordoğan RES	Alaçatı RES	Urla RES	Germiyan RES	Yaylaköy RES	Tuzla JES	Toplam
OCAK	1.636,9	687,5	13.007,6	7.553,1	4.169,8	5.101,6	4.420,6	3.970,1	4.432,1	4.243,4	49.222,8
ŞUBAT	4.006,3	1.382,8	16.377,8	9.817,8	3.763,3	4.710,8	4.125,8	3.623,7	3.901,5	3.823,2	55.533,0
MART	4.170,9	1.693,8	20.897,9	13.196,1	4.315,6	4.999,7	4.170,7	3.816,5	4.369,9	4.081,9	65.713,0
NİSAN	4.384,4	1.433,6	19.636,5	12.386,8	3.179,9	3.436,8	3.074,1	2.685,4	3.036,8	3.909,5	57.163,8
MAYIS	3.552,6	1.272,4	12.759,2	8.259,8	2.731,5	2.765,7	2.482,0	2.209,1	2.299,3	3.819,8	42.151,5
HAZİRAN	6.811,0	1.847,0	5.541,4	3.828,2	3.000,2	2.980,4	2.828,4	2.166,1	2.090,2	3.123,9	34.216,7
TEMMUZ	13.138,2	2.422,8	1.125,3	1.144,4	5.199,4	4.793,9	4.689,0	3.429,4	3.710,0	3.309,7	42.962,0
AĞUSTOS	10.343,0	1.884,7	110,8	372,9	5.035,0	3.944,7	4.323,7	3.129,7	3.905,6	3.342,7	36.392,7
EYLÜL	3.147,2	917,4	82,8	289,7	4.181,5	3.518,3	3.636,6	2.837,1	3.190,1	3.398,4	25.199,1
EKİM	1.075,6	237,2	598,6	597,4	3.826,7	3.152,3	3.379,7	2.667,7	3.083,5	3.865,1	22.483,8
KASIM	12,5	55,0	1.773,8	1.309,6	3.866,0	4.033,4	3.853,3	3.255,2	3.676,9	3.752,0	25.587,6
ARALIK	12,4	123,3	7.394,2	5.113,9	4.076,1	4.735,3	4.214,4	3.692,8	4.207,4	4.076,5	37.646,3
Toplam	52.290,9	13.957,4	99.305,8	63.869,6	47.344,9	48.172,8	45.198,5	37.482,9	41.903,2	44.746,2	494.272,3

Kaynak: Modus

Karbon Piyasasından Elde Edilen Gelir: Şirket'e ait 8 Santral (Eğlence 1 HES, Eğlence 2 HES, Akçay HES, Alaçatı RES, Mordoğan RES, Urla RES, Germiyan RES, Yaylaköy RES) Onaylanmış Karbon Standart (VCS), 1 Santral (Tuzla JES) Gold Standart (GS), 1 Santral ise IREC sistemine kayıtlıdır. Global piyasada büyük öneme sahip santrallere ait bu sertifikalar, uluslararası organizasyonlar tarafından bağımsız denetçilerin onayı ile verilmiştir. Şirket bünyesinde bulunan RES, HES ve JES projelerinden 2021 yılında toplam 23.028.521 TL tutarında yenilenebilir enerji karbon emisyonu azaltım sertifikası satışı gerçekleştirilmiştir. Bu çerçevede ileriye dönük olarak her bir üretim şirketinin tahmini üretim projeksiyonlarına paralel olarak RES'ler için 0,6345, HES'ler için 0,541 ve JES için 0,4971 katsayısı kullanılarak hesaplanan karbon eşdeğer üretimler hesaplanmış ve bu sertifikasyonların yapılması ardından karbon piyasasında 2025 yılından itibaren ortalama ton başına 4,5 \$ seviyesinden satılacağı ve ton başına satış fiyatının projeksiyon döneminde her yıl uzun dönemli ABD enflasyonu olan %2 oranında artacağı varsayılmıştır. Bunlara ilaveten halen sertifikasyon süreci devam etmekte olan Mart 2021 tarihinden sonra 2023 yılı sonuna kadar yapılan üretimlere ilişkin bir Birikmiş Karbon Geliri projeksiyonu da hesaplanmıştır.

Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri: Şirket'in bazı santralleri ulusal şebekeye dağıtım seviyesinden, bazı santralleri ise iletim seviyesinden bağlıdır. 2024 yılı için İletim seviyesinden bağlı olan Eğlence 1 HES, Eğlence 2 HES, Akçay HES, Alaçatı RES, Urla RES, Mordoğan RES, Germiyan RES ve Yaylaköy RES için TEİAŞ'ın her yıl ilan ettiği tarifeler bazında, dağıtım seviyesinden bağlı olan Çaygören HES ve Tuzla JES için ise bağlı olunan Uludağ Elektrik Dağıtım A.Ş. bölgesine uygulanan dağıtım tarifeleri bazında hesaplamalar yapılmıştır. Sonraki yıllar için üretilen elektrik miktarına bağlı olarak birim maliyetlerde projeksiyon dönemi sonuna kadar uzun dönemli ABD enflasyonu olan %2 oranında artış eklenerek diğer yıllar hesaplanmıştır.

Bakım Onarım Giderleri: Şirket, Urla RES, Alaçatı RES, Mordoğan RES, Germiyan RES ve Yaylaköy RES için Enercon Rüzgâr Enerji Santrali Kurulum Hizmetleri Ltd. Şti. ile kapsamlı bakım ve onarım sözleşmesi imzalamıştır. Her bir santrale ait sözleşme, 15.05.2013 tarihinde imzalanmış olup santrallerin ticari işletmeye geçiş tarihleri itibariyle 15 yıl boyunca (2030 yılına kadar) geçerlidir. Bakım ve onarım sözleşmelerinin hizmet kapsamı; bakım, onarım ve yedek parça tedarikini içeren modelden “tam kapsamlı” olmakla birlikte her bir türbin özelinde %95, santral genelinde ise %97 emre amadelik garantisini (emre amadelik, bir elektrik santralinin elektrik üretebileceği zaman miktarının, toplam zamana bölünmesi ile bulunan ve santrale ilişkin işletme performansını gösteren bir parametredir) içermektedir.

Enercon ile sözleşmesi bulunan Üretim Şirketleri için şirket tarafından temin edilen tahmini ödeme tabloları kullanılmıştır. Söz konusu tahminler, ilgili sözleşmede yer alan maliyetler Euro/ABD doları bazlı artış oranları dikkate alınarak 2030 yılına kadar tahminler yapılmış, sonraki yıllar için sözleşmelerin %10-11 oranında Euro bazında bir artış olacağı öngörülerek projeksiyon dönemi sonuna kadar devam ettirilmiştir.

Akçay, Çaygören, Eğlence 1-2 HES’ler için mevcut bakım onarım maliyetleri projeksiyon dönemi sonuna kadar uzun dönemli ABD enflasyonu olan %2 oranında artış eklenerek hesaplanmıştır.

Tuzla JES için ise mevcut bakım onarım maliyetlerine ek olarak her yedi yılda bir büyük temizlik bakımı yapılacağı ve bu bakım maliyetinin, bakım yapıldığı yıldan sonraki yıllara eşit oranda dağıtılarak maliyetlendirileceği varsayılmıştır. Söz konusu maliyetler diğer üretim şirketlerinde olduğu gibi her yıl projeksiyon dönemi sonuna kadar, uzun dönemli ABD enflasyonu olan %2 oranında artış eklenerek hesaplanmıştır.

Personel Maliyeti: Projeksiyon dönemi boyunca Şirket’in mevcut personel sayısında önemli bir değişiklik olmayacağı varsayılmış ve bu süre içinde, TL enflasyonunun TRL/USD artışına paralel hareket edeceği varsayılarak mevcut maliyetler ABD Doları bazında sabit bırakılarak hesaplama yapılmıştır.

Genel İşletme Giderleri: Genel İşletme Giderleri, her bir üretim şirketi için masraflanan güvenlik, temizlik, su gibi dışarıdan sağlanan hizmet bedellerinden, üretim şirketlerinin orman işletmeleri ve diğer kamu kurumlarından yaptıkları kiralama bedellerinden, Enda Enerji Holding’in Şirket için yapmış olduğu her türlü masraf ile yönetim personel giderlerinden ve danışmanlık, araç, bağışlar gibi diğer giderlerden oluşmaktadır. Söz konusu maliyetler ağırlıklı olarak Türk Lirası olmakla birlikte projeksiyon süresi içinde mevcut maliyetler ABD Doları bazında hesaplanmış ve projeksiyon döneminde ABD Doları bazında sabit kalacağı varsayılmıştır.

Yatırımlar ve Kapasite artışları:

Şirket’in bünyesinde yer alan 3 adet lisanslı rüzgar enerjisi santrali için Urla RES, Mordoğan RES ve Yaylaköy RES) için toplamda 5 adet ilave türbin için 21,0 MWm/21,0 Mwe (5 x 4,2 MWm/Mwe) kurulu gücünde mekanik ve elektriksel kapasite artışı başvurusu yapılmış olup Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu tarafından bu artışlara ilişkin başvurular uygun bulunup Üretim Şirketleri ile ilgili mevzuatın getirmiş olduğu yükümlülükler çerçevesinde çalışmalar başlatılmıştır. Bunlara ilaveten Birden Çok Kaynaklı Yenilenebilir Enerji Tesisi (Hibrit)

Yatırımları planları çerçevesinde Enda Enerji Holding A.Ş. olarak işletmede olan 2 adet RES (Alaçatı RES ve Yaylaköy RES), 4 adet HES (Eğlence 1 HES, Eğlence 2 HES, Akçay HES, Çaygören HES) ve 1 adet JES (Tuzla JES) için yardımcı kaynağı GES (Güneş Enerjisi Santrali) olacak şekilde mevcut tesisleri birden çok kaynaklı yenilenebilir enerji tesisine dönüştürme başvurusunda bulunulmuştur. Başvurusu yapılan toplam yardımcı kaynak (GES) kurulu gücü 41,2 MWp olup TEİAŞ'ın değerlendirmesi sonucunda başvuru bölgelerine ait trafo merkezi kapasitelerindeki kısıt nedeniyle başvuru güçleri toplamda 13,1 MWp olarak güncellenmiştir.

Yukarıda belirtilen yatırım planları ve güncel durumları incelenmiş ve bu yatırımlardan Tuzla JES için öngörülen Modernizasyon Yatırımları, önümüzdeki 3 yıl içinde gerçekleştirilmesi mümkün görünmediğinden projeksiyon kapsamında dikkate alınmamıştır. Aşağıdaki tabloda projeksiyonlar çerçevesinde dikkate alınan yatırım planları verilmektedir.

Tablo 118: Yatırım Planları

Proje / Nitelik	Santral	Coğrafi Bölge	İzin Alınan Kapasite (MW)	Tahmini Bütçe (ABD Doları)
RES Kapasite Artışı	Urla	İzmir	8,4	8.930.000
	Mordoğan	İzmir	8,4	8.430.000
	Yaylaköy	İzmir	4,2	5.325.000
Hibrit GES	Alaçatı	İzmir	4,1	2.800.000
	Yaylaköy	İzmir	6,54	4.000.050
	Eğlence 1	Adana	1,19	1.153.000
	Eğlence 2	Adana	0,75	738.000
	Akçay	Aydın	0,34	250.000
	Çay Gören	Balıkesir	0,053	50.000
	Tuzla	Çanakkale	0,087	85.000

Amortismanlar:

Amortisman hesaplaması için Şirket tarafından temin edilen mevcut yatırımlara ilişkin amortisman tahminlerinin üzerine, yeni kapasite artışları kapsamında RES ve GES yatırımları için 10 yıla yayılan amortisman hesaplamaları eklenmiştir.

AOSM varsayımları

Değerlemesi yapılan her bir üretim şirketi için ayrı ayrı AOSM hesaplaması yapılmış olmakla birlikte temel varsayımlar benzer şekilde alınmıştır.

Risksiz faiz oranı olarak US900123CM05 ISIN numaralı piyasadaki en uzun vadeli Eurobond tahvilinin (2047 vadeli) değerlendirme tarihindeki getirisi alınarak, gerek ABD'de seçim sonrası faiz indirim beklentileri gerekse de Türkiye'de uygulanmakta olan dezenflasyon politikalarının etkisi ile söz konusu tahvil getirisinin kademeli olarak aşağı gelerek 2030 yılına kadar %6,59 seviyelerine kadar geleceği öngörülmüş bu tarihten itibaren ise projeksiyon dönemi sonuna kadar sabit olarak bırakılmıştır. Risk primi %5,5 ve Beta katsayısı ise yeni halka arzlar için genel kabul görmüş değer olan 1 katsayısı alınmıştır. INA analizleri, Enda Enerji Holding'i oluşturan şirketler için yapıldığından dolayı vergi oranında halka arz teşviği dikkate alınmamış ve mevcut vergi oranı olan %25 olarak korunmuştur.

Borçlanma Maliyeti için Enda Enerji Holding bünyesinde yer alan Egenda'nın almış olduğu uzun vadeli borcun borçlanma oranı baz alınmıştır. Söz konusu borçlanma oranı değişken maliyetli olup Term SOFR + %4,35 spread içermektedir. Bu oran uzun vadeli borcun ödeneceği 2026 yılına kadar sabit alınmış, sonraki dönemlerde ise ilgili yıldaki riskiz faiz oranı getirisinin 200 baz puan üzerinde olacağı kabul edilmiştir.

Borçlanma oranı hesaplamasında 2024 yılı için şirketlerin mevcut bilançolarındaki Borç/Özkaynak oranı dikkate alınmakla birlikte 2025 ve sonrası için Şirket yönetiminin hedefleri doğrultusunda Şirket'in gerek yatırım ve finansman planları gerekse de ileriye dönük potansiyel satın alma projelerinin finansmanı için %40 borç %60 özkaynak dengesi gözetilecek şekilde bir borç/sermaye planlaması yapılmıştır.

Aşağıdaki tabloda projeksiyon dönemi boyunca uygulanan AOSM oranları verilmektedir.

Tablo 119: Yaylaköy İçin Projeksiyon Dönemi Boyunca Uygulanan AOSM Oranları

AOSM - Yaylaköy	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2057
Risksiz Faiz Oranı	7,49%	7,34%	7,19%	7,04%	6,89%	6,74%	6,59%	6,59%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	12,99%	12,84%	12,69%	12,54%	12,39%	12,24%	12,09%	12,09%
Borçlanma Oranı	9,95%	9,95%	9,95%	9,04%	8,89%	8,74%	8,59%	8,59%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,46%	7,46%	7,46%	6,78%	6,67%	6,56%	6,44%	6,44%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D/(D+E)	14%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
AOSM	12,19%	10,69%	10,60%	10,24%	10,10%	9,97%	9,83%	9,83%

Tablo 120: Akçay İçin Projeksiyon Dönemi Boyunca Uygulanan AOSM Oranları

AOSM - Akçay	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2052
Risksiz Faiz Oranı	7,49%	7,34%	7,19%	7,04%	6,89%	6,74%	6,59%	6,59%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	12,99%	12,84%	12,69%	12,54%	12,39%	12,24%	12,09%	12,09%
Borçlanma Oranı	9,95%	9,95%	9,95%	9,04%	8,89%	8,74%	8,59%	8,59%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,46%	7,46%	7,46%	6,78%	6,67%	6,56%	6,44%	6,44%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D/(D+E)	41%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
AOSM	10,71%	10,69%	10,60%	10,24%	10,10%	9,97%	9,83%	9,83%

Tablo 121: Tuzla İçin Projeksiyon Dönemi Boyunca Uygulanan AOSM Oranları

AOSM - Tuzla	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2044
Risksiz Faiz Oranı	7,49%	7,34%	7,19%	7,04%	6,89%	6,74%	6,59%	6,59%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	12,99%	12,84%	12,69%	12,54%	12,39%	12,24%	12,09%	12,09%
Borçlanma Oranı	9,95%	9,95%	9,95%	9,04%	8,89%	8,74%	8,59%	8,59%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,46%	7,46%	7,46%	6,78%	6,67%	6,56%	6,44%	6,44%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D/(D+E)	2%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
AOSM	12,86%	10,69%	10,60%	10,24%	10,10%	9,97%	9,83%	9,83%

Tablo 122: Su Enerji İçin Projeksiyon Dönemi Boyunca Uygulanan AOSM Oranları

AOSM - Su Enerji	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2052
Risksiz Faiz Oranı	7,49%	7,34%	7,19%	7,04%	6,89%	6,74%	6,59%	6,59%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	12,99%	12,84%	12,69%	12,54%	12,39%	12,24%	12,09%	12,09%
Borçlanma Oranı	9,95%	9,95%	9,95%	9,04%	8,89%	8,74%	8,59%	8,59%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,46%	7,46%	7,46%	6,78%	6,67%	6,56%	6,44%	6,44%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D/(D+E)	15%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
AOSM	12,15%	10,69%	10,60%	10,24%	10,10%	9,97%	9,83%	9,83%

Tablo 123: Egenda İçin Projeksiyon Dönemi Boyunca Uygulanan AOSM Oranları

AOSM - Egenda	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2057
Risksiz Faiz Oranı	7,49%	7,34%	7,19%	7,04%	6,89%	6,74%	6,59%	6,59%
Risk Primi	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1
Sermaye Maliyeti	12,99%	12,84%	12,69%	12,54%	12,39%	12,24%	12,09%	12,09%
Borçlanma Oranı	9,95%	9,95%	9,95%	9,04%	8,89%	8,74%	8,59%	8,59%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	7,46%	7,46%	7,46%	6,78%	6,67%	6,56%	6,44%	6,44%
Vergi Oranı	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
D/(D+E)	15%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
AOSM	12,14%	10,69%	10,60%	10,24%	10,10%	9,97%	9,83%	9,83%

B. Pazar Yaklaşımı

İşletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, bu varlıkların genelde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20.2. nolu maddesinde belirtilen “Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi” veya 20.3. nolu maddesinde belirtilen ‘Değerleme konusu varlığın veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olmamakla birlikte işlem görmesi’ kriterleri sağlamaları nedeniyle, pazar yaklaşımı sıklıkla uygulanmaktadır.

İşletmeleri ve işletmedeki payları pazar yaklaşımıyla değerlerken, UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 20. ve 30. bölümlerinde yer verilen hükümleri uygulanmıştır.

Borsa Kılavuz Emsaller (Piyasa Çarpanları Analizi) Yöntemi Metodolojisi

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

Değerlemesi yapılan varlıklar olan Enda Enerji Holding ile birlikte Enda Enerji Holding’in Net Aktif Değer hesaplamasında değerlemesi yapılan Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş., Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş., Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş., Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş. için Pazar Yaklaşımı kapsamında Çarpan Analizi kullanılarak da bir değerlendirme yapılmıştır.

Bu çerçevede değerlendirilmesi yapılan varlıkların operasyonel kar performansını en iyi yansıttığı düşünülen FD/FAVÖK çarpanı, enerji sektöründe yenilenebilir enerji şirketlerinin değerlemelerinde tercih edilen çarpanlardan biri olan FD/Kurulu Güç çarpanı ve TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi ile aktiflerin enflasyon katsayısı ile güncellenmesi sonucunda değerlemede dikkate alınması anlamlı hale geldiğinden PD/DD çarpanı kullanılmıştır. TMS 29 Kapsamında Uygulanan Enflasyon Düzeltmesi sonucunda Parasal Kayıp/Kazanç hesabı altında Şirket’in olağan faaliyetlerinden kaynaklanmayan bir kayıp ve Ertelenmiş Vergi Gideri ortaya çıkmış olması ve enflasyon düzeltmesinden gelen söz konusu kayıp ve vergi giderinin Net Kârı azaltıcı yönde baskılaması nedeniyle sağlıklı bir veri üretmeyeceği için F/K yaklaşımı değerlendirme çalışmasında kullanılmamıştır. Bunlara ilaveten FD/Kurulu Güç çarpanı sadece Enda Enerji Holding ve Egenda için kullanılmış olup, diğer bağlı ortaklıklar kapsamında kullanılmamıştır. Bunun başlıca sebebi, gerek yurt içinde gerekse de yurt dışında sadece RES veya sadece HES olarak faaliyet göstermekte olan elektrik üretim şirketlerinin sayısının azlığı nedeniyle anlamlı bir örneklem setine imkan vermiyor oluşudur. Enda Enerji Holding ve Egenda kapsam itibarıyla portföylerinde hem RES, hem de HES

içermeleri nedeniyle, örneklem setinde dikkate alınan diğer elektrik üretim şirketlerinin portföyleri ile benzerlik gösterdiği için kullanılması anlamlı bulunmuştur.

Aşağıda Piyasa Göstergelerine göre yapılan değerlendirme için kullanılan metriklerin tanımları verilmektedir.

Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu

Piyasa Değeri = Pay Fiyatı x Şirketin Sermayesindeki Pay Sayısı

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

FAVÖK = Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar

Defter Değeri = Son bilanço dönemindeki Toplam Özkaynaklar

Kurulu Güç = Santral bazında sahip olunan toplam kurulu güç

Benzer şirketlerin seçimi sırasında hem bulunduğu piyasa şartlarını içermesi hem de benzer mali yapılara sahip olması nedeniyle aynı sektörde faaliyet gösteren şirketlerin dikkate alınması esastır. Ancak birebir benzerliklerin oluşmadığı durumlarda aynı sektörde benzer faaliyet alanlarına sahip olan şirketler de seçilebilmektedir. Bu durumda, oluşabilecek olan önyargılı çarpanları hesaplama haricinde tutabilmek için mümkün olduğu kadar geniş bir örneklem bazı olması tercih edilmektedir.

Enda Enerji Holding ve bağlı ortaklıklarının içinde bulunduğu sektöre ilişkin benzer şirket seçiminde geniş bir örneklem ulaşmak amacıyla hem yurt içinde hem de yurt dışında faaliyet gösteren ve Şirket ile benzer yapıya sahip olduğu düşünülen şirketlerin dahil edildiği bir örneklem oluşturulmaya çalışılmıştır. Bu kapsamda yurt içi ve yurt dışı benzer şirket analizi için yurt içi ve yurt dışında işlem gören ve ağırlıklı olarak yenilenebilir enerji kaynakları ile elektrik üretim yapan şirketler dikkate alınmıştır.

Seçilmiş Yurt İçi Benzer Şirketler

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

Aşağıdaki tabloda bu kriterlere göre seçilmiş şirketler ve değerlendirme çalışmalarında kullanılan medyan değerler verilmektedir.

Tablo 124: Yurt İçi Benzer Yenilenebilir Enerji Şirketleri

Şirket	Kurulu Güç	Piyasa Değeri (milyon TL)	FD (milyon TL)	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/MW (\$)
Akfen Yenilenebilir Enerji	699,00	19.183	28.267	0,69	8,58	1,19
Aksu Enerji	123,30	725	752	1,36	22,11	0,18
Ayen Enerji	412,42	8.286	13.521	0,78	7,72	0,96
Aydem Enerji	1.179,70	18.401	36.969	0,48	7,39	0,92
Galata Wind Enerji	269,00	13.403	13.863	1,54	8,48	1,51
Hun Yenilenebilir Enerji Üretim	66,62	3.180	4.755	0,86	8,64	2,09
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim	53,41	1.506	2.091	0,66	10,43	1,15
Margun Enerji	118,03	26.007	28.795	2,18	78,78	7,15
Naturel Yenilenebilir Enerji	118,00	10.329	13.265	1,62	23,48	3,29
Pamel Elektrik	14,44	3.094	3.106	3,42	157,14	6,30
Tatlıpınar Enerji Üretim	115,50	10.300	14.417	3,05	10,73	3,66
İc Enterra Yenilenebilir Enerji	1.024,92	24.938	53.326	0,55	6,05	1,52

Ortalama	1,37x	27,63x	2,00x
Medyan	0,78x	8,64x	1,51x

Medyan değer hesaplaması sırasında anlamlı olmayan değerler elimine edilerek hesaplanan standart sapma ile uç sınırlar tespit edilmiştir. Bu şekilde PD/DD değerlerinde 2,31x üzeri, FD/FAVÖK çarpanlarında 70,64x ve FD/Kurulu Güç çarpanlarında da 3,76x üzerindeki çarpanlar uç değer olarak medyan hesaplamasına dahil edilmemiştir. Aynı zamanda portföyünde yalnızca güneş enerji santrali bulunan yenilenebilir enerji şirketleri dikkate alınmamıştır. Bu şekilde hesaplanan medyan değerler, yaptığımız değerleme hesaplamamızda dikkate alınmıştır.

Seçilmiş Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt dışı benzer şirket analizi için de yurt dışında işlem gören yenilenebilir enerji şirketleri dikkate alınmıştır. Aşağıdaki tabloda uluslararası piyasalarda işlem gören seçilmiş şirketler sunulmaktadır.

Tablo 125: Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Faaliyet Konuları

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
Gek Terna S.A.	Yunanistan	Holding, Emlak, İnşaat.
Polenergia Sa	Polonya	Polenergia S.A., iştirakleri ile birlikte Polonya'da ve uluslararası alanda elektrik üretimi, dağıtım, ticareti ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, Kara Rüzgar Çiftlikleri, Fotovoltaikler, Açık Deniz Rüzgar Çiftlikleri, Gaz ve Temiz Yakıtlar, Ticaret ve Satış ve Dağıtım segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Kara Rüzgar Çiftlikleri bölümü, kara rüzgarından elektrik enerjisi üreten tesislerin geliştirilmesi, inşası ve bakımı ile ilgilenmektedir. Fotovoltaik segmenti, güneş radyasyonunu kullanarak elektrik enerjisi üreten tesisler geliştirir, inşa eder ve bakımını yapar. Açık Deniz Rüzgar Çiftlikleri segmenti, denizde rüzgardan elektrik enerjisi üreten tesislerin geliştirilmesi, inşası ve bakımı ile ilgilenmektedir. Gaz ve Temiz Yakıtlar segmenti, gaz kojenerasyonunda elektrik enerjisi üreten tesislerin geliştirilmesi, inşası ve bakımı ile uğraşır; ve hidrojen üretimi ve enerji kaynaklı yenilenebilir kaynaklara dayalı hidrojenden enerji üretimi geliştirme çalışmaları. Ticaret ve Satış segmenti, elektrik, menşe sertifikaları ve diğer enerji piyasası araçlarının ticaretini yapar; endüstriyel müşterilere elektrik satar; yenilenebilir enerji kaynaklarını kullanan enerji üreticilerine pazara erişim hizmetleri sunar; ve güneş panelleri ve ısı pompaları kurar. Dağıtım segmenti, ticari, endüstriyel ve evsel müşterilere elektrik enerjisi ve gaz dağıtım ve satış hizmetlerinin yanı sıra e-mobilite çözümleri sunmaktadır. Şirket daha önce Polonya Enerji Ortakları Spolka Akcyjna olarak biliniyordu. Polenergia S.A. 1997 yılında kurulmuştur ve merkezi Varşova, Polonya'dadır.
Encavis Ag	Almanya	Bağımsız bir enerji üreticisi olan Encavis AG, Avrupa'da ve uluslararası alanda güneş ve kara rüzgar parklarını satın alır ve işletir. Güneş Parkları, PV Hizmeti, Rüzgar çiftlikleri ve Varlık Yönetimi segmentleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Şirketin yenilenebilir enerji santrali portföyünde yaklaşık 3,5 gigavat kapasiteli 219 güneş parkı ve 98 rüzgar çiftliği bulunmaktadır. Yenilenebilir enerji sektöründe kurumsal yatırımcılara varlık yönetimi ve fon çözümleri hizmetleri de sunmakta; ve PV parkları için teknik işletme ve bakım hizmetleri. Encavis AG'nin merkezi Almanya'nın Hamburg kentindedir.
Scatec Asa	Norveç	Scatec, gelişmekte olan pazarlarda güvenilir ve uygun fiyatlı temiz enerjiye erişimi hızlandıran lider bir yenilenebilir enerji çözümleri sağlayıcısıdır. Uzun vadeli bir oyuncu olarak, bugün dört kıtada 4,6 GW kapasiteli ve yapım aşamasında olan yenilenebilir enerji santralleri geliştiriyor, inşa ediyor, sahipleniyor ve işletiyoruz. 'Geleceğimizi İyileştirmek' ortak vizyonu ile hareket eden 800'e yakın tutkulu çalışanımız ve ortağımız tarafından sağlanan yenilenebilir enerji kapasitemizi büyötmeye kararlıyız.

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
Alerion Cleanpower	İtalya	Alerion Clean Power S.p.A., İtalya, İspanya, Birleşik Krallık, Bulgaristan ve Romanya'da güneş ve rüzgar enerjisi ile elektrik üretimi yapmaktadır. Bulgaristan'ın Krupen şehrinde bulunan rüzgar enerjisi santralleri vardır; ve Comiolica, İspanya. Şirket 2003 yılında kurulmuştur ve merkezi İtalya'nın Milano kentindedir. Alerion Clean Power S.p.A., FRI-EL Green Power S.p.A.'nın bir yan kuruluşudur.
Innergex Renewable Energy Inc	Kanada	Innergex Yenilenebilir Enerji A.Ş., Kanada, Amerika Birleşik Devletleri, Fransa ve Şili'de bağımsız bir yenilenebilir enerji üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Başta hidroelektrik, rüzgar ve güneş enerjisi sektörlerinde olmak üzere yenilenebilir enerji üretim ve enerji depolama tesislerini satın alır, sahiplenir, geliştirir ve işletir. Şirket üç segmentte faaliyet göstermektedir: Hidroelektrik Enerji Üretimi, Rüzgar Enerjisi Üretimi ve Güneş Enerjisi Üretimi. 31 Aralık 2023 itibarıyla 41 hidroelektrik tesisi, 35 rüzgar tesisi, 9 güneş enerjisi çiftliği ve 2 depolama tesisi olmak üzere net kurulu gücü 4.234 megavat olan 87 tesise sahip ve işletiyor. Innergex Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin merkezi Longueuil, Kanada'dadır.
Boralex Inc (A)	Kanada	Boralex Inc., iştirakleri ile birlikte, başta Kanada, Fransa, Amerika Birleşik Devletleri ve Birleşik Krallık'ta olmak üzere yenilenebilir enerji santrallerinin geliştirilmesi, inşası ve işletilmesi ile uğraşmaktadır. 31 Aralık 2023 itibarıyla şirket 100 rüzgar çiftliği işletiyor; 12 adet güneş enerjisi tesisi; 15 hidroelektrik santrali; Kuzey Amerika'da 1.819 megavat (MW) ve Avrupa'da 1.259 MW kurulu güce sahip 2 depolama ünitesi. Boralex Inc. 1982 yılında kurulmuştur ve merkezi Kingsey Falls, Kanada'dadır.
Renova Inc	Japonya	RENOVA, Inc., Japonya'da yenilenebilir enerji santralinin geliştirilmesi ve işletilmesi ile uğraşmaktadır. Yenilenebilir Enerji Enerji Üretimi İş Birimi ve Yenilenebilir Enerji Geliştirme ve İşletme İş Birimleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Yenilenebilir Enerji Enerji Üretimi İş segmenti, yenilenebilir enerji santrallerinden elektrik üretir ve satar. Yenilenebilir Enerji Geliştirme ve İşletme İş segmenti, yenilenebilir enerji santrallerinin işletilmesine yardımcı olur ve geliştirir. Güneş, biyokütle, kara rüzgarı, jeotermal ve hidroelektrik santralleri aracılığıyla elektrik üretir. RENOVA, Inc. 2000 yılında kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.
Ck Power Pcl	Tayland	CK Power Public Company Limited, iştirakleri aracılığıyla Tayland'da elektrik ve buhar üretmekte ve satmaktadır. Şirket, Hidroelektrik Enerjiden Elektrik Üretimi, Güneş Enerjisinden Elektrik Üretimi ve Termal Enerjiden Elektrik Üretimi olmak üzere üç bölümde faaliyet göstermektedir. Ayrıca 1.900 MW kapasiteli 2 hidroelektrik santrali işletmektedir; 9 MW kapasiteli 29 güneş enerjisi santrali; ve 238 MW kurulu güce sahip 2 adet kojenerasyon santralidir. Ayrıca şirket, elektrik üretim projeleri ile ilgili danışmanlık ve diğer hizmetleri de vermektedir. CK Power Public Company Limited, 2011 yılında kurulmuştur ve merkezi Bangkok, Tayland'dadır.
Bcpq Pcl	Tayland	BCPG Public Company Limited, iştirakleri ile birlikte Tayland, Japonya, Tayvan, Laos, Vietnam, Endonezya ve Filipinler'deki yenilenebilir kaynaklardan elektrik enerjisi üretimi ve dağıtımını yapmaktadır. Güneş, rüzgar ve hidroelektrikten elektrik üretir. Şirket 2015 yılında kurulmuştur ve merkezi Bangkok, Tayland'dadır. BCPG Public Company Limited, Bangchak Corporation Public Company Limited'in bir yan kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir.

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
Serena Energia Sa	Brezilya	Serena Energia SA, yenilenebilir enerji üretimi ile uğraşmaktadır. Portföyünde rüzgar, hidro ve güneş enerjisi operasyonel varlıkları bulunmaktadır.
Northland Power Inc	Kanada	Bağımsız bir enerji üreticisi olan Northland Power Inc., Kanada, Hollanda, Almanya, İspanya, Kolombiya ve uluslararası alanda temiz ve yeşil enerji projeleri geliştirir, inşa eder, sahiplenir ve işletir. Şirket, rüzgar ve güneş gibi yenilenebilir kaynaklardan elektriğin yanı sıra enerji satın alma anlaşmaları ve diğer gelir düzenlemeleri kapsamında satılık doğal gaz üretiyor. 3.4 gigawatt işletme üretim kapasitesine sahipti veya ekonomik bir çıkarı vardı. Şirket 1987 yılında kurulmuştur ve merkezi Toronto, Kanada'dadır
Transalta Renewables Inc	Kanada	TransAlta Renewables Inc., Kanada, Amerika Birleşik Devletleri ve Avustralya'da yenilenebilir ve doğal gaz enerji üretim tesislerinin ve diğer altyapı varlıklarının sahibidir, geliştirir ve işletir. Şirket, Canadian Wind, Canadian Hydro, Canadian Gas, US Wind and Solar, US Gas ve Australian Gas segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Varlık portföyü, rüzgar, hidro ve gaz dahil olmak üzere 50 yenilenebilir enerji üretim tesisinden oluşmaktadır. Şirket 2013 yılında kurulmuştur ve merkezi Calgary, Kanada'dadır. TransAlta Renewables Inc., TransAlta Corporation'ın bir yan kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir
Energix-Renewable Energies Ltd	İsrail	Energix - Renewable Energies Ltd., İsrail, Polonya ve Amerika Birleşik Devletleri'nde yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi ve depolanması için tesislerin başlatılması, geliştirilmesi, finansmanı, inşası, yönetimi ve işletilmesi ile ilgilenmektedir. Fotovoltaik, Rüzgar Enerjisi ve Depolama segmentlerinde faaliyet göstermektedir. Şirket, toplam 855 MW kapasiteli fotovoltaik sistemlerin ve rüzgar çiftliklerinin sahibi ve işletmecisidir; ve yaklaşık 7GWh kapasiteli depolama sistemleri. Aynı zamanda elektrik satışı ile de ilgilenmektedir; ve yeşil sertifikaların üretimi ve satışı. Şirket daha önce Amot Energy Ltd. olarak biliniyordu ve 2011 yılında adını Energix - Renewable Energies Ltd. olarak değiştirdi. Şirket 2006 yılında kurulmuştur ve merkezi Ramat Gan, İsrail'dedir.
Aes Brasil Energia Sa	Brezilya	AES Brasil Energia S.A., iştirakleri ile birlikte Brezilya'da yenilenebilir enerji üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Şirket, hidroelektrik, rüzgar ve güneş kaynaklarından elektrik üretiyor. Varlık portföyünün toplam kurulu gücü yaklaşık 4,5 GW'tır. Şirket 2020 yılında kurulmuştur ve merkezi São Paulo, Brezilya'dadır. AES Brasil Energia S.A., AES Corporation'ın bir yan kuruluşu olarak faaliyet göstermektedir.
Enefit Green As	Estonya	Enefit Green AS, Estonya, Letonya, Litvanya ve Polonya'da yenilenebilir enerji üretim birimleri işletmektedir. Rüzgar Enerjisi, Kojenerasyon, Güneş enerjisi ve Diğer segmentlerde faaliyet göstermektedir. Şirket öncelikle rüzgar, hidro, güneş, belediye atıkları ve biyokütleden elektrik üretiyor. Üretim portföyünde Estonya ve Litvanya'da 22 rüzgar parkı, Estonya ve Polonya'da 38 güneş enerjisi parkı, Estonya ve Letonya'da dört CHP tesisi, İru'da karma belediye atık enerji santrali ve Keila-Joa'da hidroelektrik santrali; ve 457 megavat kurulu güç. Şirket 2005 yılında kurulmuştur ve merkezi Tallinn, Estonya'dadır.

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
West Holdings Corp	Japonya	West Holdings Corporation, iştirakleri ile birlikte Japonya'da ve uluslararası alanda yenilenebilir enerji işiyle uğraşmaktadır. Güneş enerjisi üretimi ve rüzgar enerjisi üretimini işletir ve sürdürür. Şirket ayrıca evlere güneş enerjisi üretiyor ve satıyor; ve satış sonrası bakım sağlar. Ayrıca, enerji tasarrufu ve yeşil enerji işiyle uğraşmaktadır. Şirket 1981 yılında kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.
Zhejiang Provincial New Energy Investment Group Co Ltd (A)	Çin	Zhejiang Eyaleti Yeni Enerji Yatırım Grubu Co., Ltd., Çin'deki yenilenebilir enerji projelerinin yatırımı, geliştirilmesi, inşası, işletilmesi ve yönetimi ile uğraşmaktadır. Hidroelektrik, güneş enerjisi ve rüzgar enerjisi üretiminin yanı sıra hidrojen enerjisi ekipman projelerinde yer almaktadır. Şirket elektrik satışı ile uğraşmaktadır; ve yatırım yönetimi işi. Toplam kurulu gücü yaklaşık 5,84,000 kilovattır. Şirket 2002 yılında kuruldu ve merkezi Hangzhou, Çin'de bulunuyor
J&V Energy Technology Co Ltd	Tayvan	J&V Energy Technology Co., Ltd., Tayvan'daki yenilenebilir enerji santrallerinin geliştirilmesi, yatırımı, bakımı ve yönetimi ile uğraşmaktadır. Şirket, güneş enerjisi, açık deniz rüzgar enerjisi, enerji depolama ve su arıtma hizmetlerinin yanı sıra, kullanıcıların optimum güç kullanım kombinasyonu planlarını belirlemelerine yardımcı olmak için sorgulama, satın alma ve güç kullanımı gibi hizmetler sağlayan bir enerji ticaret platformu sunmaktadır. J&V Energy Technology Co., Ltd. 2016 yılında kurulmuştur ve merkezi Taipei City, Tayvan'dadır.
Genex Power Ltd	Avustralya	Genex Power Limited, Avustralya'da yenilenebilir enerji üretim ve depolama projeleri geliştirmekte ve ticarileştirmektedir. Şirket, hidro, rüzgar ve güneş enerjisi projeleriyle enerji üretiyor. Amiral gemisi projesi, 50 MW'lık güneş enerjisi projesi ve kuzey Queensland'de bulunan 250 MW'lık Kidston Pompalı hidro projeden oluşan Kidston Temiz Enerji Merkezi'dir. Genex Power Limited, 2011 yılında kurulmuştur ve merkezi Sidney, Avustralya'dadır.
Ecoener Sa	İspanya	Ecoener, S.A., bağlı ortaklıkları olmasına rağmen, İspanya'da ve uluslararası alanda yenilenebilir enerji işiyle uğraşmaktadır. Şirket, hidroelektrik tesislerinin, rüzgar çiftliklerinin ve güneş fotovoltaik tesislerinin geliştirilmesi, tedariki, inşası, işletilmesi ve bakımının yanı sıra enerji ticarileştirme işinde yer almaktadır. 7 MW'ı hidroelektrik santralleri olmak üzere 171 MW kurulu güce sahiptir; 9 MW rüzgar çiftliği; ve 13 MW güneş fotovoltaik tesisleri. Şirket daha önce Grupo Ecoener S.A.U. olarak biliniyordu ve Temmuz 2023'te adını Ecoener, S.A. olarak değiştirdi. Şirket 1988 yılında kurulmuştur ve merkezi İspanya'nın La Coruña kentindedir
Renewable Japan Co Ltd	Japonya	Renewable Japan Co., Ltd., Japonya'daki yenilenebilir enerji santrallerinin geliştirilmesi, üretimi, işletilmesi ve yönetimi ile ilgilenmektedir. Güneş, hidro ve rüzgar enerjisi üretim santralleri işletmektedir; ve yenilenebilir enerji santralleri için varlık yönetimi hizmetleri sunmaktadır. Şirket ayrıca, elektrik santrali operasyonunun uzaktan izlenmesi, yerinde devriye denetimi, yabancı otların temizlenmesi ve kar temizleme, sakinlerle iletişim, baş mühendisler tarafından güvenlik kontrolü ve güvenlik düzenleme hizmetlerinin gerektirdiği yıllık denetimler dahil olmak üzere O ve M operasyon hizmetleri sunmaktadır. Renewable Japan Co., Ltd. 2012 yılında kurulmuştur ve merkezi Minato, Japonya'dadır.

Şirket	Ülke	Faaliyet Konusu
Renova Inc	Japonya	RENOVA, Inc., Japonya'da yenilenebilir enerji santralinin geliştirilmesi ve işletilmesi ile uğraşmaktadır. Yenilenebilir Enerji Enerji Üretimi İş Birimi ve Yenilenebilir Enerji Geliştirme ve İşletme İş Birimleri aracılığıyla faaliyet göstermektedir. Yenilenebilir Enerji Enerji Üretimi İş segmenti, yenilenebilir enerji santrallerinden elektrik üretir ve satar. Yenilenebilir Enerji Geliştirme ve İşletme İş segmenti, yenilenebilir enerji santrallerinin işletilmesine yardımcı olur ve geliştirir. Güneş, biyokütle, kara rüzgarı, jeotermal ve hidroelektrik santralleri aracılığıyla elektrik üretir. RENOVA, Inc. 2000 yılında kurulmuştur ve merkezi Tokyo, Japonya'dadır.

Tablo 126: Yurt Dışı Benzer Şirketler

Şirket	Ülke	PD (mn \$)	FD (mn \$)	PD/DD	FD/ FAVOK	Kurulu Güç (MW)	FD/ MW(\$)
Northland Power Inc	Kanada	4.484	9.795	1,40	6,65	3.355	2,92
Encavis Ag	Almanya	3.085	5.028	2,31	17,13	3.400	1,48
Transalta Renewables Inc	Kanada	2.467	3.065	2,02	12,63	6.090	0,50
Boralex Inc (A)	Kanada	2.739	5.299	2,18	8,48	3.155	1,68
Energix-Renewable Energies Ltd	İsrail	2.003	3.319	3,21	23,85	867	3,83
Gek Terna S.A.	Yunanistan	2.045	3.341	1,64	5,55	1.222	2,73
Polenergia Sa	Polonya	1.431	1.560	1,29	8,96	369	4,23
Innergex Renewable Energy Inc	Kanada	1.576	6.444	1,93	8,88	4.226	1,52
Scatec Asa	Norveç	1.258	3.647	1,55	11,30	4.600	0,79
Aes Brasil Energia Sa	Brezilya	1.294	3.324	1,65	11,03	5.029	0,66
Alerion Cleanpower	İtalya	1.014	1.674	3,09	11,35	876	1,91
Serena Energia Sa	Brezilya	933	2.816	0,96	10,04	2.794	1,01
Enefit Green As	Estonya	859	1.490	1,05	13,23	474	3,14
Renova Inc	Japonya	516	2.223	0,95	11,26	840	2,65
Ck Power Pcl	Tayland	937	1.856	1,18	15,54	3.633	0,51
West Holdings Corp	Japonya	894	1.161	-4,29	16,09	225	5,16
Zhejiang Provincial New Energy Investment Group Co Ltd (A)	Çin	2.850	7.493	1,61	13,25	584	12,83
Bcpj Pcl	Tayland	668	1.284	-0,66	12,13	1.250	1,03
J&V Energy Technology Co Ltd	Taiwan	1.045	1.084	-6,55	-53,14	456	2,38
Genex Power Ltd	Avusturalya	264	701	1,99	-62,15	150	4,68
Ecoener Sa	İspanya	258	691	1,74	13,31	342	2,02
Renewable Japan Co Ltd	Japonya	136	890	1,67	12,22	367	2,43

Ortalama	2,04x	16,28x	2,73x
Medyan	1,65x	11,74x	2,02x

Bu şirketler arasında uç değerleri elimine etmek için örneklem setinin standart sapması hesaplanmış ve bu standart sapmaya göre üst sınırdaki PD/DD çarpanları arasında 3,32 çarpan değeri üzeri ve 0,76 çarpan değeri altı hesaplamaya dahil edilmemiştir. Benzer şekilde FD/FAVOK hesaplamasında 269,95 çarpan değeri üzeri ve 2,61 çarpan değeri altındaki değerler hesaplamaya dahil edilmemiştir. Benzer şekilde FD/Kurulu Güç çarpanında da 5,30 çarpan değeri üzeri ve 0,17 çarpan değeri altı hesaplamaya dahil edilmemiştir. Bu şekilde hesaplanan değerlerden medyan değer kullanılmıştır.

Yukarıda açıklanan yöntemler doğrultusunda, Enda Enerji Holding için Toplama yöntemine baz edilen ve iştirak ve bağlı ortaklıklarının değerinin hesaplaması için kullanılan değerlendirme yöntemleri aşağıda yer almaktadır.

5.1.1 Enda Enerji Holding'in Bağlı Ortaklıkları ve İştirakleri

Şirket'in bağlı ortaklıkları, iştirakleri ve sahiplik oranları ile değerlendirme yöntemlerine ilişkin bilgi aşağıdaki gibidir.

Tablo 127: Şirket Bağlı Ortaklıkları, İştirakleri ve Değerleme Yöntemleri Özet Bilgisi

Ticaret Unvanı	Doğrudan ve Dolaylı Sahiplik Oranı %	Değerleme Yöntemi
Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş.	59,62	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.	95,00	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Su Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Tuzla Jeotermal Enerji A.Ş.	74,53	Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı
Ensat Elektrik Enerjisi Tedarik Ticaret A.Ş.	100,00	Özkaynak Yaklaşımı
RES İYTE Elektrik Üretim A.Ş.\Türkiye	66,33	Özkaynak Yaklaşımı
İzmir Teknoloji Geliştirme Bölgesi A.Ş.	14,95	Yatırım Bedeli
Antalya Enerji Üretim A.Ş.	49,77	Tasfiye halinde

5.1.1.1 Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.

a. Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. Genel Tanıtım

Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş.'nin ("Egenda") merkez adresi Şehit Nevres Bulvarı No: 10 K: 7 Montrö Konak İzmir olup, üretim tesislerine ilişkin 6 adet şubesi bulunmaktadır.

Enda Enerji, Egenda Ege Enerji'nin %74,53'üne sahiptir.

1. Eğlence 1 Hidroelektrik Santrali Adana Şubesi

Etekli Mahallesi Küp Sokak Kapı No:34 Karaisalı Adana

Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. tüzel kişiliği bünyesinde faaliyet gösteren Eğlence 1 HES, Adana ili Karaisalı ilçesinde Eğlence Çayı üzerinde Eğlence 2 HES ile birlikte cascade (arka arkaya) olarak kurulu nehir tipi bir hidroelektrik santraldir.

2. Eğlence 2 Hidroelektrik Santrali Adana Şubesi

Merkez Boztahta Mahallesi Köpekli Sokak Dış Kapı No:36 Karaisalı Adana

Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. tüzel kişiliği bünyesinde faaliyet gösteren Eğlence 2 HES, Adana ili Karaisalı ilçesinde Eğlence Çayı üzerinde Eğlence 1 HES ile birlikte cascade (arka arkaya) olarak kurulu nehir tipi bir hidroelektrik santraldir.

3. Germiyan Rüzgâr Santrali Şubesi

Germiyan Mahallesi Reisdere Köyü Germiyan Yalısı Hırsıztepe Çeşme İzmir

Germiyan RES, Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. tüzel kişiliği bünyesinde “Üretim Lisans” kapsamında faaliyet göstermektedir. Egenda’nın sahip olduğu 4 adet rüzgâr santralinden en düşük kurulu güce sahiptir.

4. Urla Rüzgâr Santrali Şubesi

Barboros Mevkii Çiftlik Dağı Urla İzmir

Urla RES, Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. tüzel kişiliği bünyesinde “Üretim Lisans” kapsamında faaliyet göstermektedir. Egenda’nın sahip olduğu 4 adet rüzgâr santralinden ikincisidir.

5. Alaçatı Rüzgâr Santrali Şubesi

Kızılkayakaradağ- Karadağ Ovacık Mevkii Alaçatı Çeşme İzmir

Egenda’nın 4 adet rüzgâr santralinden üçüncüsü ve kurulu gücü en büyük olan RES’tir.

6. Mordoğan Rüzgâr Santrali Şubesi

Çataalkaya Mahallesi Yellicebelen Dağı Mevkii Mordoğan Karaburun İzmir

Egenda’nın sahip olduğu 4 adet rüzgâr santralinden sonuncusu olan Mordoğan RES, İzmir ili Karaburun ilçesinde Çataalkaya Mahallesi Yellicebelen Dağı mevkiinde yer almaktadır. 13,8 MWe kurulu gücündeki tesise, 29.05.2008 tarihinde EPDK’dan 49 yıllık üretim lisansı alınmıştır.

Tesis, toplam 7 ay süren saha faaliyetleri sonunda 24 Haziran 2016 tarihinde ticari işletmeye alınmıştır.

Mordoğan RES’de 2017 yılından itibaren 10 yıl süre ile YEKDEM’den satış yapılacaktır (ilk 5 yıl: 85,8 ABD Doları/MWh, ikinci 5 yıl 73,0 ABD Doları/MWh).

Tablo 128: Egenda Ege Enerji Üretim Santralleri

Santral	Kaynak Türü	Lisans No.	Kurulu Gücü (MWm / mWe)	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi	Ulusal Şebekeye Bağlantı Seviyesi
Eğlence 1 HES	Hidro	EÜ1435-2/1038	44,55/43,50	27.12.2007	49	27.12.2056	31.12.2023 (YEKDEM Sona Erdi)	İletim
Eğlence 2 HES	Hidro	EÜ1435-3/1039	28,00/27,2	27.12.2007	49	27.12.2056	31.12.2023 (YEKDEM Sona Erdi)	İletim
Germiyan RES	Rüzgâr	EÜ/1622-7/ 1180	12,00/10,80	29.05.2008	49	29.05.2057	06.05.2026 (YEKDEM Devam Ediyor)	İletim (OG Barası)
Urla RES	Rüzgâr	EÜ/1622-6/ 1179	15,00/13,00	29.05.2008	49	29.05.2057	27.05.2026 (YEKDEM Devam Ediyor)	İletim, (OG Barası)
Alaçatı RES	Rüzgâr	EÜ/1622-5/ 1178	16,00/16,00	29.05.2008	49	29.05.2057	03.06.2026 (YEKDEM Devam Ediyor)	İletim (OG Barası)
Mordoğan RES	Rüzgâr	EÜ/1622-8/ 1181	15,00 /13,80	29.05.2008	49	29.05.2057	24.06.2026 (YEKDEM Devam Ediyor)	İletim (OG Barası)

b. Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. Değerleme Çalışması

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

1. İndirgenmiş Nakit Akımı:

UDS 105 Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi için Egenda’nın bünyesinde bulunan her bir HES ve RES için santral bazında, lisans süreleri sonuna kadar (Eğlence 1 ve Eğlence 2 için 2024 – 2056; Urla, Alaçatı, Germiyan ve Mordoğan için 2024 – 2057) gelir ve maliyet tahminleri yapılarak Egenda bünyesinde konsolide edilmiştir. Konsolidasyon sırasında Urla RES’in %11 payının, İzmir Yüksek Teknoloji Enstitüsü ile yapılan protokol gereği, devredileceği dikkate alınarak Egenda’nın konsolidasyon kapsamında söz konusu santralden elde edilen FAVOK’ün %89’u Egenda’nın değerlemesine dahil edilmiştir. Söz konusu devirin, EPDK başvuru süreçleri nedeniyle en erken 2025 yılında gerçekleşebileceği Şirket tarafından belirtildiği için, bu düzeltme 2026 yılından itibaren projeksiyon dönemi sonuna kadar yansıtılmıştır. Değerleme tarihi itibarıyla 2024 yılının ikinci yarısında elde edilmesi projekte edilen gelirler dikkate alınmıştır.

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

ENDA ENERJİ- FİYAT TESPİT RAPORU

EGENDA	Birim	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
KONSOLİDE													
Sistem Satış Geliri	\$	41.848.902	43.284.075	44.879.161	46.199.337	48.996.752	50.801.413	48.628.452	50.321.065	49.547.907	52.750.190	52.591.034	53.642.855
Eğlence - 1		10.416.753	10.749.459	11.099.307	11.477.486	12.127.538	12.584.106	12.133.639	12.533.107	12.199.522	13.025.409	13.039.453	13.300.242
Eğlence - 2		6.703.382	6.919.389	7.149.429	7.394.728	7.813.703	8.109.793	7.804.019	8.059.466	7.856.726	8.389.481	8.397.817	8.565.773
Urla RES		6.879.826	7.127.091	7.408.824	7.601.809	8.084.236	8.377.075	7.982.256	8.270.640	8.208.126	8.720.274	8.669.122	8.842.505
Alaçağı RES		5.835.223	6.042.812	6.280.427	6.444.952	6.850.996	7.103.309	6.775.168	7.018.048	6.951.497	7.390.230	7.349.938	7.496.937
Mordoğan RES		8.047.256	8.338.173	8.671.571	8.898.998	9.463.805	9.800.463	9.330.025	9.670.454	9.606.968	10.201.176	10.141.093	10.343.915
Germiyan RES		3.966.462	4.107.152	4.269.604	4.381.365	4.656.475	4.826.668	4.603.346	4.769.349	4.725.068	5.023.621	4.993.609	5.093.482
Karbon Geliri		1.170.253	1.192.959	1.216.119	1.239.742	1.263.838	1.288.415	1.313.484	1.339.055	1.365.137	1.391.740	1.418.876	1.446.554
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	\$	(8.704.150)	(8.797.360)	(8.895.955)	(8.998.558)	(9.098.900)	(9.207.853)	(9.097.929)	(9.423.250)	(9.306.891)	(9.635.927)	(9.523.352)	(9.856.242)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	\$	(3.251.464)	(3.316.493)	(3.382.823)	(3.450.480)	(3.519.489)	(3.589.879)	(3.661.677)	(3.734.910)	(3.809.608)	(3.885.801)	(3.963.517)	(4.042.787)
BAKIM ONARIM GİDERİ	\$	(2.641.889)	(2.669.361)	(2.700.902)	(2.735.109)	(2.765.689)	(2.803.484)	(2.620.978)	(2.872.267)	(2.680.394)	(2.932.406)	(2.741.267)	(2.994.022)
PERSONEL MALİYETİ	\$	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)
SİGORTA MALİYETİ	\$	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)
GENEL İŞLETME GİDERLERİ	\$	(1.512.662)	(1.513.372)	(1.514.096)	(1.514.835)	(1.515.588)	(1.516.356)	(1.517.140)	(1.517.939)	(1.518.755)	(1.519.586)	(1.520.434)	(1.521.300)
FAVOK	\$	34.315.006	35.679.674	37.199.325	38.440.522	41.161.690	42.881.975	40.844.008	42.236.869	41.606.152	44.506.004	44.486.558	45.233.166
FAVOK Marjı	%	82,0%	82,4%	82,9%	83,2%	84,0%	84,4%	84,0%	83,9%	84,0%	84,4%	84,6%	84,3%

ENDA ENERJİ- FİYAT TESPİT RAPORU

EGENDA		Birim	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
KONSOLİDE													
Sistem Satış Geliri	\$		54.715.712	55.810.026	56.926.226	58.064.751	59.226.046	60.410.567	61.618.778	62.851.154	64.108.177	65.390.340	39.510.505
Eğlence - 1			13.566.247	13.837.572	14.114.324	14.396.610	14.684.542	14.978.233	15.277.798	15.583.354	15.895.021	16.212.921	-
Eğlence - 2			8.737.089	8.911.831	9.090.067	9.271.869	9.457.306	9.646.452	9.839.381	10.036.169	10.236.892	10.441.630	-
Urla RES			9.019.355	9.199.742	9.383.737	9.571.411	9.762.839	9.958.096	10.157.258	10.360.403	10.567.611	10.778.964	10.994.543
Alaçatı RES			7.646.876	7.799.814	7.955.810	8.114.926	8.277.225	8.442.769	8.611.624	8.783.857	8.959.534	9.138.725	9.321.499
Mordoğan RES			10.550.794	10.761.809	10.977.046	11.196.587	11.420.518	11.648.929	11.881.907	12.119.545	12.361.936	12.609.175	12.861.359
Germiyan RES			5.195.351	5.299.258	5.405.243	5.513.348	5.623.615	5.736.088	5.850.809	5.967.826	6.087.182	6.208.926	6.333.104
Karbon Geliri			1.474.786	1.503.582	1.532.955	1.562.915	1.593.474	1.624.644	1.656.438	1.688.867	1.721.945	1.755.685	1.012.472
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	\$		(9.747.594)	(10.084.486)	(9.979.914)	(10.320.958)	(10.220.617)	(10.565.972)	(10.470.023)	(10.819.852)	(10.728.462)	(11.082.936)	(5.919.133)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	\$		(4.123.643)	(4.206.116)	(4.290.238)	(4.376.043)	(4.463.564)	(4.552.835)	(4.643.891)	(4.736.769)	(4.831.505)	(4.928.135)	(2.083.224)
BAKIM ONARIM GİDERİ	\$		(2.803.636)	(3.057.154)	(2.867.542)	(3.121.845)	(2.933.028)	(3.188.137)	(3.000.137)	(3.256.075)	(3.068.915)	(3.325.704)	(2.700.572)
PERSONEL MALİYETİ	\$		(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(863.302)	(210.310)
SİGORTA MALİYETİ	\$		(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(434.831)	(196.832)
GENEL İŞLETME GİDERLERİ	\$		(1.522.182)	(1.523.082)	(1.524.001)	(1.524.937)	(1.525.892)	(1.526.867)	(1.527.861)	(1.528.874)	(1.529.908)	(1.530.963)	(728.195)
FAVOK	\$		46.442.903	47.229.123	48.479.267	49.306.707	50.598.902	51.469.239	52.805.193	53.720.169	55.101.660	56.063.089	34.603.843
FAVOK Marjı	%		84,9%	84,6%	85,2%	84,9%	85,4%	85,2%	85,7%	85,5%	86,0%	85,7%	87,6%

TACİRLER
YATIRIM

TACİRLER
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Nispetiye Cad. Akmerkez B3 Kat: 3
Beşiktaş / İstanbul / Türkiye
Tic Sic No: 270946 / Mersis: 081500065000000001
Eğilimci Kurumlar V.D. 815 002 650 000 001

Hesaplanan FAVOK rakamından söz konusu santraller için öngörülen yatırım maliyetleri ve FVÖK üzerinden hesaplanan vergi düşülmüş, sonrasında Egenda'nın mevcut mali tablosuna göre hesaplanan işletme sermayesi ihtiyacındaki değişimler (+/-) olarak Serbest Nakit Akımları hesaplamasında dikkate alınmıştır.

Tablo 130: Egenda Projeksiyon Dönemi Boyunca İndirgenmiş Nakit Akımları

Egenda INA Analizi									
ABD Doları	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
FAVÖK (+)	6.552.337	23.416.228	21.525.465	23.088.506	24.728.369	26.668.499	26.986.781	28.926.823	29.120.706
Yatırım Maliyetleri (-)		12.638.700	8.430.000	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	198.979	2.661.819	3.933.515	4.580.212	5.032.146	5.524.820	5.607.030	6.092.876	6.144.819
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	-	(145.781)	(17.291)	(32.289)	(35.729)	(37.323)	(7.123)	(41.080)	(4.881)
Serbest Nakit Akımı	6.353.357	8.261.490	9.179.242	18.540.584	19.731.952	21.181.001	21.386.874	22.875.027	22.980.767
İndirgenmiş Nakit Akımı	2.526.066	5.935.062	5.962.419	10.924.854	10.560.173	10.308.347	9.476.870	9.228.992	8.441.745

Egenda INA Analizi									
ABD Doları	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041
FAVÖK (+)	31.374.943	32.939.538	34.315.006	35.679.674	37.199.325	38.440.522	41.161.690	42.881.975	40.844.008
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	6.710.321	7.104.111	7.975.185	8.316.449	8.696.701	9.007.196	9.687.488	10.117.559	9.608.067
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	(43.328)	(30.506)	(26.924)	(26.745)	(29.725)	(24.602)	(52.131)	(33.630)	40.494
Serbest Nakit Akımı	24.707.949	25.865.932	26.366.745	27.389.970	28.532.349	29.457.928	31.526.333	32.798.046	31.195.447
İndirgenmiş Nakit Akımı	8.263.794	7.876.731	7.310.539	6.914.480	6.558.138	6.164.818	6.007.124	5.690.051	4.927.589

Egenda INA Analizi									
ABD Doları	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050
FAVÖK (+)	42.236.869	41.606.152	44.506.004	44.486.558	45.233.166	46.442.903	47.229.123	48.479.267	49.306.707
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	9.956.283	9.798.603	10.523.566	10.518.705	10.705.357	11.007.791	11.204.346	11.516.882	11.723.742
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	(31.542)	14.408	(59.675)	2.966	(19.601)	(19.993)	(20.393)	(20.801)	(21.217)
Serbest Nakit Akımı	32.312.129	31.793.141	34.042.113	33.964.887	34.547.410	35.455.105	36.045.169	36.983.186	37.604.182
İndirgenmiş Nakit Akımı	4.647.120	4.163.196	4.058.682	3.687.005	3.414.555	3.190.601	2.953.356	2.758.977	2.554.201

Egenda INA Analizi							
ABD Doları	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
FAVÖK (+)	50.598.902	51.469.239	52.805.193	53.720.169	55.101.660	56.063.089	34.603.843
Yatırım Maliyetleri (-)	-	-	-	-	-	-	-
Vergi (-)	12.046.791	12.264.375	12.598.364	12.827.108	13.188.101	13.909.756	8.650.961
İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	(21.641)	(22.074)	(22.515)	(22.966)	(23.425)	(23.893)	482.277
Serbest Nakit Akımı	38.573.752	39.226.937	40.229.344	40.916.027	41.936.984	42.177.227	25.470.605
İndirgenmiş Nakit Akımı	2.385.535	2.208.785	2.062.467	1.909.908	1.782.343	1.632.102	897.395

Hesaplanan serbest nakit akımları ilgili yıllardaki iskonto faktörleri ile indirgenerek 30.06.2024 tarihine getirilmiştir. Hesaplanan Net Bugünkü Değer'den şirketin solo bilançosunda yer alan ve Egenda'ya ait olan finansal borç (30.06.2024 tarihli ABD Döviz Alış kuru kullanılarak, ABD Dolarına çevrilmiştir) düşülmüş ve yine Şirket'in solo bilançosunda yer alan ve yatırım amaçlı olarak değerlendirilen arsa değeri (Lotus Gayrimenkul tarafından yapılan değeri ile) eklenerek Egenda için 30.06.2024 tarihi itibarıyla Özsermaye Değerine ulaşılmıştır. Bu değer ilgili AOSM ile değerlendirme tarihi olan 30.09.2024 tarihine getirilmiş ve bu tarihteki TCMB Döviz Alış TL/\$ kuru ile Türk Lirasına çevrilerek **6.009.456.105 TL özsermaye değerine** ulaşılmıştır.

Tablo 131: Egenda İNA Analizi Değerleme Sonucu

EGENDA İNA ANALİZİ DEĞERLEME SONUCU			
Net Bugünkü Değer	\$		177.384.018
Net Borç (-)	\$		7.048.361
Arsa Değeri	\$		772.249
Özsermaye Değeri @30/06/2024	\$		171.107.907
Özsermaye Değeri @ 30.09.2024	\$		176.121.922
Özsermaye Değeri @ 30.09.2024	TL		6.009.456.105

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

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

Tablo 132: Egenda Solo Mali Tablo Kalemleri

EGENDA Solo Mali Tablo Kalemleri (TL, MW)	30.06.2024
FAVOK	405.432.019
Net Borçluluk	231.370.894
Özkaynaklar	6.877.208.289
Kurulu Güç (MW)	124

Egenda'nın Borsa Kılavuz Emsallerine göre değerlemesinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenerek işbu Fiyat Tespit Raporu'nun 5.1. bölümünde hesaplamaları açıklanan FD/FAVOK, FD/ Kurulu Güç ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır.

Yurt İçi Çarpan Değeri için aşağıdaki tablolarda söz konusu çarpanlara göre Egenda için hesaplanan Özsermaye değerleri verilmektedir.

Tablo 133: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	8,64x
FAVÖK	405.432.019
Net Borç (-)	231.370.894
Özsermaye Değeri	3.273.211.855

Tablo 134: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	0,78x
Özsermaye	6.877.208.289
Özsermaye Değeri	5.357.674.006

Tablo 135: FD/Kurulu Güç Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/Kurulu Güç Çarpanı	1,51x
Kurulu Güç	124
TCMB USD/TRY Alış Kuru	34,121
Net Borç (-)	231.370.894
Özsermaye Değeri	6.159.039.685

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Egenda Enerji Üretim A.Ş. için **4.929.975.182 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 136: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	33%	3.273.211.855
PD/DD	33%	5.357.674.006
FD/Kurulu Güç	33%	6.159.039.685
Özsermaye Değeri		4.929.975.182

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

Tablo 137: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	405.432.019
Net Borç (-)	231.370.894
Özsermaye Değeri	4.527.494.327

Tablo 138: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özsermaye	6.877.208.289
Özsermaye Değeri	11.372.892.263

Tablo 139: FD/Kurulu Güç Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/Kurulu Güç Çarpanı	2,02
Kurulu Güç	124
TCMB TRY/USD Alış Kuru	34,121
Net Borç (-)	231.370.894
Özsermaye Değeri	8.311.808.260

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Kurulu Güç çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu Egenda Enerji Üretim A.Ş. için **8.070.731.617 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 140: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	33%	4.527.494.327
PD/DD	33%	11.372.892.263
FD/Kurulu Güç	33%	8.311.808.260
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Özsermaye Değeri		8.070.731.617

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

Yurt içi ve Yurt Dışı benzer şirketler analiz edilerek hesaplanan özsermaye değerleri eşit ağırlık kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Egenda Ege Enerji Üretim A.Ş. için **6.500.353.399 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 141: Nihai Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizi Değeri	50%	4.929.975.182
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	50%	8.070.731.617
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		6.500.353.399

5.1.2 Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş

a. Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. Genel Tanıtım

Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş'nin ("Yaylaköy RES") tek santrali olup, Enda Enerji, Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş'nin %59,62 oranında dolaylı pay sahibidir.

Yaylaköy Rüzgâr Santrali Şubesi:

Bozköy- Değirmen-tepe- Kargılıktepeleri-Yayla Köy

Yaylaköy RES Elektrik Üretim AŞ'nin tek santrali olan, Egenda Ege Enerji'nin %80 paya sahip olduğu Yaylaköy RES'in diğer ortakları ise %20 hisse ile 3 gerçek kişi ve ENC Bilgi Teknolojileri Telekomünikasyon Enerji Üretim Danışmanlık İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'dir.

Tablo 142: Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. Üretim Santrali

Santral	Kaynak Türü	Lisans No.	Kurulu Gücü (MWm / mWe)	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi	Ulusal Şebekeye Bağlantı Seviyesi
Yaylaköy RES	Rüzgâr	EÜ/1622-1/1174	15,00/15,00	29.05.2008	49	29.05.2057	25.03.2026 (YEKDEM Devam Ediyor.)	İletim (OG Barası)

b. Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. Değerleme Çalışması

Yaylaköy RES değer tespiti için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standartları çerçevesinde belirtilen değerleme yaklaşımları olan Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılarak bir değer tespiti yapılmıştır. Her iki yöntemle göre belirlenen değerler, daha sonra eşit ağırlık verilerek Yaylaköy RES için nihai değer tespit edilmiştir.

1. İndirgenmiş Nakit Akımı:

UDS 105 Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan İndirgenmiş Nakit Akım Analizi yöntemi kapsamında Yaylaköy RES bünyesinde rüzgar santrali için lisans süresi olan 2057 sonuna kadar gelir ve maliyet tahminleri yapılarak bir INA Analizi yapılmıştır.

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

Tablo 143: Yaylaköy RES Projeksiyon Dönemi Boyunca Gelir/Maliyet Kalemleri

Yaylaköy RES (\$)	2023	20242H	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Sistem Satış Geliri	2.528.022	1.589.180	3.184.645	4.684.125	5.159.832	5.474.907	5.815.136	5.894.707	6.252.682	6.116.529	6.499.928	6.772.055
Karbon Geliri			241.681	183.088	200.391	204.398	208.486	212.656	216.909	221.247	225.672	230.186
Birikmiş Karbon Geliri			302.378									
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(822.866)	(413.388)	(837.949)	(1.035.695)	(1.069.733)	(1.142.455)	(1.154.146)	(1.167.077)	(1.223.944)	(1.237.714)	(1.250.637)	(1.265.870)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(209.545)	-103.351	(210.835)	(316.308)	(346.201)	(353.125)	(360.188)	(367.392)	(374.739)	(382.234)	(389.879)	(397.676)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(331.055)	-170.494	(347.807)	(412.669)	(416.586)	(482.150)	(486.541)	(492.026)	(541.298)	(547.320)	(552.342)	(559.514)
PERSONEL MALİYETİ	(39.663)	-19.832	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)
SİGORTA MALİYETİ	(37.952)	-18.976	(37.952)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(204.650)	-100.736	(201.692)	(201.916)	(202.145)	(202.378)	(202.616)	(202.858)	(203.106)	(203.358)	(203.616)	(203.878)
FAVOK	1.705.156	1.175.792	2.890.755	3.831.518	4.290.490	4.536.851	4.869.476	4.940.286	5.245.647	5.100.063	5.474.963	5.736.371
FAVOK Marjı	67,5%	74,0%	90,8%	81,8%	83,2%	82,9%	83,7%	83,8%	83,9%	83,4%	84,2%	84,7%
Yaylaköy RES (\$)	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Sistem Satış Geliri	7.002.169	7.252.272	7.538.340	7.735.616	8.220.996	8.519.787	8.126.049	8.421.157	8.345.186	8.871.046	8.815.080	8.991.382
Karbon Geliri	234.790	239.485	244.275	249.161	254.144	259.227	264.411	269.699	275.093	280.595	286.207	291.931
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(1.279.214)	(1.292.773)	(1.306.552)	(1.322.655)	(1.337.935)	(1.352.396)	(1.372.132)	(1.387.068)	(1.402.248)	(1.417.676)	(1.433.356)	(1.449.293)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(405.630)	(413.743)	(422.017)	(430.458)	(439.067)	(447.848)	(456.805)	(465.941)	(475.260)	(484.765)	(494.461)	(504.350)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(564.636)	(569.810)	(575.036)	(582.414)	(588.794)	(594.178)	(604.656)	(610.148)	(615.695)	(621.298)	(626.956)	(632.671)
PERSONEL MALİYETİ	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)
SİGORTA MALİYETİ	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(204.146)	(204.419)	(204.698)	(204.982)	(205.272)	(205.568)	(205.870)	(206.177)	(206.491)	(206.811)	(207.138)	(207.471)
FAVOK	5.957.745	6.198.984	6.476.063	6.662.121	7.137.205	7.426.618	7.018.329	7.303.789	7.218.032	7.733.966	7.667.931	7.834.020
FAVOK Marjı	85,1%	85,5%	85,9%	86,1%	86,8%	87,2%	86,4%	86,7%	86,5%	87,2%	87,0%	87,1%

ENDA ENERJİ- FİYAT TESPİT RAPORU

Yaylaköy RES (\$)	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057
Sistem Satış Geliri	9.171.209	9.354.634	9.541.726	9.732.561	9.927.212	10.125.756	10.328.271	10.534.837	10.745.534	10.960.444	11.179.653
Karbon Geliri	297.770	303.725	309.800	315.996	322.316	328.762	335.337	342.044	348.885	355.863	362.980
Faaliyet Gideri - Amortisman hariç	(1.465.492)	(1.481.958)	(1.498.694)	(1.515.706)	(1.532.999)	(1.550.578)	(1.568.447)	(1.586.613)	(1.605.080)	(1.623.854)	(1.642.940)
Elektrik İletim ve Transfer Bedelleri	(514.437)	(524.726)	(535.220)	(545.925)	(556.843)	(567.980)	(579.340)	(590.926)	(602.745)	(614.800)	(627.096)
BAKIM ONARIM GİDERİ	(638.444)	(644.274)	(650.162)	(656.109)	(662.116)	(668.183)	(674.310)	(680.499)	(686.750)	(693.063)	(699.439)
PERSONEL MALİYETİ	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)	(39.663)
SİGORTA MALİYETİ	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)	(65.138)
GENEL İŞLETİM GİDERLERİ	(207.811)	(208.157)	(208.510)	(208.871)	(209.239)	(209.614)	(209.996)	(210.386)	(210.785)	(211.190)	(211.605)
FAVOK	8.003.487	8.176.401	8.352.832	8.532.851	8.716.529	8.903.941	9.095.162	9.290.268	9.489.339	9.692.453	9.899.693
FAVOK Marjı	87,3%	87,4%	87,5%	87,7%	87,8%	87,9%	88,1%	88,2%	88,3%	88,4%	88,6%

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

Tablo 149: Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	815.177.939
PD/DD	50%	655.307.479
Özsermaye Değeri		735.242.709

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

Tablo 150: FD/FAVÖK Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
FD/FAVÖK Çarpanı	11,74x
FAVÖK	79.820.559
Net Borç (-)	-125.203.438
Özsermaye Değeri	1.062.118.298

Tablo 151: PD/DD Çarpanına Göre Özsermaye Değerinin Hesabı

TL	
PD/DD Çarpanı	1,65x
Özsermaye @ 30.06.2024	841.164.659
Özsermaye Değeri	1.391.040.468

Kullanılan çarpan yöntemleri olan PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının eşit olarak ağırlıklandırılması sonucu yurt dışı benzer şirket çarpanlarına göre Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. için **1.226.579.383 TL** piyasa değerine ulaşılmıştır.

Tablo 152: Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları

	Ağırlık	Özsermaye Değerleri
FD/FAVOK	50%	1.062.118.298
PD/DD	50%	1.391.040.468
Ağırlıklandırılmış Yurt Dışı Özsermaye Değeri		1.226.579.383

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

Yurt içi ve Yurt Dışı benzer şirketler analiz edilerek hesaplanan özsermaye değerleri eşit ağırlık kullanılarak ağırlıklandırılmış ve Yaylaköy RES Elektrik Üretim A.Ş. için **980.911.046 TL** özsermaye değeri hesaplanmıştır.

Tablo 153: Nihai Çarpan Analizi Sonuçları

TL	Ağırlık	Özsermaye Değeri
Yurt İçi Çarpan Analizi Değeri	50%	735.242.709
Yurt Dışı Çarpan Analizi Değeri	50%	1.226.579.383
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		980.911.046

5.1.3 Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.

a. Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. Genel Tanıtım

Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.’nin (“Akçay HES”) tek santrali olup, Enda Enerji Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.’nin %95’ine sahiptir.

Akçay Hidroelektrik Santrali Şubesi:

Osmaniye Köyü Bozdağan Aydın

Enda Enerji Holding’in %95 hissedar olduğu, Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş.’nin tek santrali olan Akçay HES, 10.01.2002 tarihinde Batı Enerji Elektrik Üretimi Otoprodüktör Grubu A.Ş. adıyla bir otoprodüktör grubu şirketi olarak kurulmuştur. Bilahare 24.11.2008 tarihinde yine mevzuata uygun olarak (EPDK talebiyle) otoprodüktör grubu yapısından üretim şirketi yapısına dönüştürülerek 40 yıl süreli üretim lisansı alınmıştır. Söz konusu üretim lisansı süresi 2014 yılında 49 yıla çıkarılmıştır.

Tablo 154: Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. Üretim Santrali

Santral	Kaynak Türü	Lisans No.	Kurulu Gücü (MWm / mWe)	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	Lisans Bitiş Tarihi	YEKDEM Bitiş Tarihi	Ulusal Şebekeye Bağlantı Seviyesi
Akçay HES	Hidro	EÜ/249-2/384	31,98/28,78	24.11.2023	49	24.11.2052	31.12.2019 (YEKDEM Sona Erdi)	İletim (OG Barası)

b. Akçay HES Elektrik Üretim A.Ş. Değerleme Çalışması

Akçay HES değer tespiti için UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standartları çerçevesinde belirtilen değerleme yaklaşımları olan Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri kullanılarak bir değer tespiti yapılmıştır. Her iki yönteme göre belirlenen değerler, daha sonra eşit ağırlık verilerek Akçay HES için nihai değer tespit edilmiştir.

1. İndirgenmiş Nakit Akımı:

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

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

