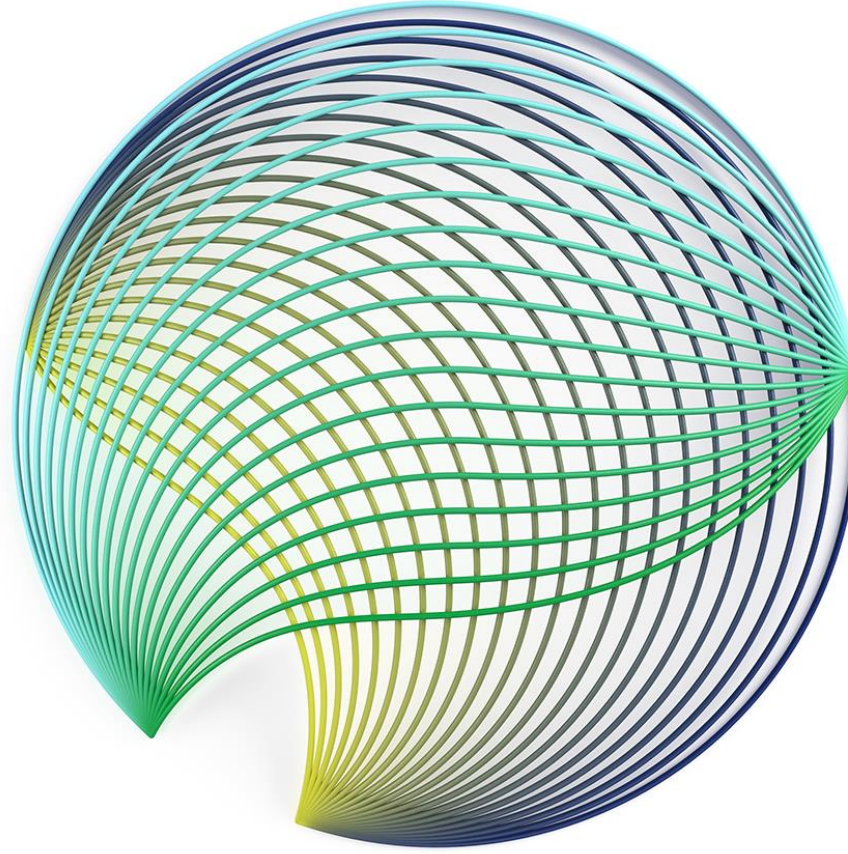




Akça Enerji Üretim Otoprodüktör Grubu A.Ş.
Tan Elektrik Üretim A.Ş.
Özet Değerleme Raporu - TASLAK

Contents

Yönetici Özeti

4

Gökhan Altun

Ortak

Ofis tel: +90 (212) 366 60 27

Cep tel: +90 (533) 597 23 17

E-posta: galtun@deloitte.com

Süheyl Bilgel

Müdür

Ofis tel: +90 (212) 366 60 00

Cep tel: +90 535 103 50 35

E-posta: sbilgel@deloitte.com

Önemli Uyarı

Bu özet taslak rapor, Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. yönetimi tarafından rapor tarihi itibarı ile tarafımıza iletilen bilgiler ışığında hazırlanmıştır. Raporumuz, yalnızca Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. yönetimi ve hissedarlarını değerleme çalışmamızın bulguları konusunda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu özet taslak raporun içeriği ya da bu rapora dayalı olarak yapılabilecek herhangi bir işlem hakkında DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. sorumluluk taşımamaktadır.

Bu özet taslak rapor halen gözden geçirme süreçlerine tabi olduğu için rapor üzerinde ekleme, çıkarma ve değişiklik yapma hakkını saklı tutmaktayız.

Cemal İpekoğlu

Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Adalet Mah. Manas Bulv. No:47 A Blok K:42 Bayraklı / İzmir

4 Ocak 2021

Sayın İpekoğlu,

Menderes Tekstil

Menderes Tekstil Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Menderes Tekstil" veya "Şirket") için hazırlanan değerleme çalışmasını içeren özet taslak değerleme raporumuz ekte sunulmuştur.

Bu özet değerleme raporu, DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş. ("Deloitte") tarafından Şirket yönetiminin talebi üzerine Şirket'in bağlı ortaklığı konumundaki Akça Enerji Üretim Otoprodüktör Grubu A.Ş.'nin ("Akça Enerji") ve Tan Elektrik Üretim A.Ş.'nin ("Tan Elektrik") 20 Kasım 2020 tarihi itibarıyla gerçeğe uygun değer aralığının tahmin edilmesi amacıyla düzenlenmiştir.

Raporumuz, 11 Kasım 2020 tarihinde Deloitte ve Menderes Tekstil arasında imzalanan hizmet sözleşmesinde ("Sözleşme") yer alan maddelere uygun olarak hazırlanmıştır.

Raporumuzla ilgili sorularınızı her zaman cevaplamaya hazır olduğumuzu belirtmek isteriz.

Saygılarımızla,

-TASLAK -

Gökhan Altun

Ortak

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Member of DELOITTE TOUCHE TOHMATSU LIMITED

DRT Kurumsal Finans

Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.

Deloitte Values House

Maslak No1

34398 İstanbul

Tel: +90 (212) 366 60 00

www.deloitte.com.tr



Yönetici Özeti

Yönetici Özeti

4



Yönetici Özeti | Amaç & Kapsam

Raporun amacı ve kapsamı

- Menderes Tekstil, Tan Elektrik ve Akça Enerji bağlı ortaklıklarında sırasıyla doğrudan ve dolaylı toplam %66,0 ve %68,0 hissedarlık payına sahiptir.
- Menderes Tekstil'in talebi doğrultusunda Deloitte tarafından hazırlanan bu özet rapor, Menderes Tekstil'in Akça Enerji ve Tan Elektrik'teki kalan hisselerini satın almasına ("İşlem") yönelik olarak doğrudan ve dolaylı payları dışında kalan azınlık hisselerinin tahmini gerçeğe uygun değer aralıklarının tahmin edilmesi amacıyla hazırlanmıştır.
- Değerleme raporu sadece bahsi geçen amaca istinaden kullanılabilir. Bunun dışındaki herhangi bir amaç için kullanılmamalı veya içinden alıntılar yapılmamalıdır.
- Çalışma kapsamında değerlendirme tarihi 20 Kasım 2020 ("Değerleme Tarihi") olarak kabul edilmiştir.
- Çalışmamız 11 Kasım 2020 ile 27 Kasım 2020 tarihleri arasında yürütülmüş olup, söz konusu süre hizmet sözleşmemizde belirtilen süreden daha kısıtlı olmuştur.
- Değerleme çalışması Uluslararası Değerleme Standartları'na ("UDS") uygun olarak 27 Kasım 2020 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.
- Bu raporda sunulan veriler Şirket Yönetimi tarafından sunulmuş olup bu verilerin doğruluğu tarafımızca denetlenmemiştir. Çalışmamız genel kabul görmüş denetim standardına göre tam kapsamlı veya sınırlı bir denetim çalışmasını içermemektedir. Çalışmada, tarafımıza temin edilen bilgilerin tam ve doğru olduğu kabul edilmiş ve kamuya açık bilgilere erişim dışında, ayrıca bir mali inceleme veya durum tespit çalışması gerçekleştirilmemiştir.
- Çalışmamızın amacına yönelik olarak, "Gerçeğe Uygun Değer", TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

"piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat".

- Değerleme çalışmasının kapsam ve sınırlamalarına ilişkin detaylar Ekler-E1'de sunulmaktadır.

Kullanılan değerlendirme yaklaşımları

Değerleme çalışmasında aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılarak Akça Enerji'nin ve Tan Elektrik'in kalan satın alınacak hisselerinin gerçeğe uygun değeri belirlenmiştir. Tan Elektrik'in hisselerinin gerçeğe uygun değeri bulunurken, Tan Elektrik'in sahip olduğu %18 Akça Enerji hisselerinin değeri dahil edilmiştir.

Akça Enerji çalışmasında, gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır.

Tan Elektrik değerlendirme çalışmasında, gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi ve piyasa yaklaşımı kapsamında benzer işlem yöntemi uygulanmıştır.

1- Gelir yaklaşımı

- Gelir yaklaşımında bir şirketin değeri, o şirket için gelecek nakit akımlarının öngörülmesiyle hesaplanmaktadır.

İndirgenmiş nakit akımı yöntemi

- İndirgenmiş Nakit Akımı ("İNA") yöntemi, bir şirketin gelecek için öngörülen net nakit akımlarının, belirlenen bir iskonto oranı ile değerlendirme tarihine indirgenmesi esasına dayanır.
- İNA çalışmasına temel teşkil eden finansal projeksiyonlar, Şirket yönetimi tarafından hazırlanmıştır. Gelir ve gider varsayımlarına ilişkin detaylar raporun ilerleyen bölümlerinde paylaşılmaktadır.

2- Piyasa yaklaşımı

- Piyasa yaklaşımında bir şirketin değeri benzer sektörlerde faaliyet gösteren şirketlerin satın alma işlemlerinde ortaya çıkan değerlendirme çarpanları kullanılarak tahmin edilmektedir.

Benzer işlemler yöntemi

- Benzer İşlemler Yöntemi kapsamında, Standard and Poors'un veri tabanı olan Capital IQ'da yurt içinde gerçekleşen benzer satın alma işlemlerinde oluşan \$D/MWh çarpanları kullanılmıştır.

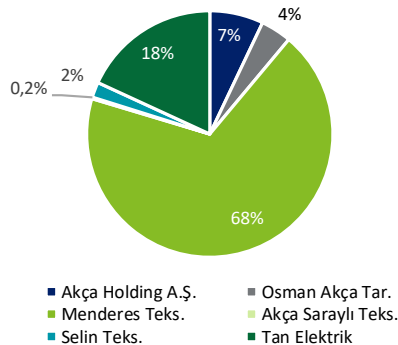


Yönetici Özeti | Amaç & Kapsam

Değerlemeye Konu Varlıklar

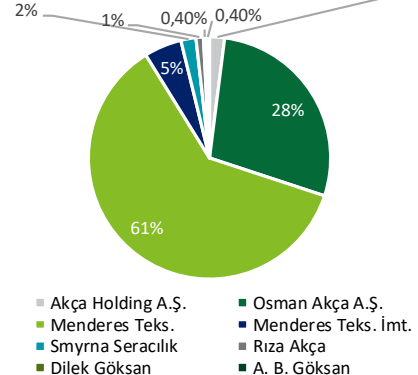
- Değerlemeye Konu Varlıklar, Menderes Tekstil'in bağlı ortaklıkları olan Akça Enerji'de sahibi olmadığı %32,0 oranındaki azınlık hisse payları ile Tan Elektrik'de sahibi olmadığı %34,0 oranındaki azınlık hisse paylarıdır.
- Akça Enerji, Tosunlar 1 ve Baklacı jeotermal enerji santralleri ile, Tan Elektrik ise Akça ve Aliağa rüzgar enerjisi santralleri ile elektrik üretimi gerçekleştirmektedir. Akça Enerji bünyesinde faaliyet gösteren Tosunlar 1 JES 3,8 MWe ve Baklacı JES 19,4 MWe, Tan Elektrik bünyesinde faaliyet gösteren Akça RES 20 MWe ve Aliağa RES 19,2 MWe kurulu güce sahiptir. Tan Elektrik Aliağa RES tesisi Eylül 2014 tarihinde 4 türbinle işletmeye geçmiştir, sonrasında kapasite artışı yapılmış ve Aralık 2016 tarihinde 8 türbinle işletmeye devam edilmiştir.
- Akça Enerji Denizli ve Manisa illerinde, Tan Elektrik İzmir ilinde enerji üretimi gerçekleştirmektedir. Akça Enerji Cumhuriyet Mah. Gazi Mustafa Kemal Paşa Blv. No:242 Sarayköy/Denizli adresinde kayıtlı olup, Tan Elektrik'in şirket merkezi Sarayköy/Denizli'de yer almaktadır.
- Menderes Tekstil, bir Akça Holding iştirakidir. Akça Holding, Akça Enerji'nin %7 ve Tan Elektrik'in %2 oranında azınlık payına sahiptir. Akça Enerji'nin ve Tan Elektrik'in 30 Haziran 2020 itibarıyla ortaklık yapısı aşağıda sunulmaktadır:

Akça Enerji Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Yönetimi

Tan Elektrik Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Yönetimi

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş.'nin, Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı'nda belirtilen değerlendirme hizmetiyle ilgili hususlara uygunluğunu beyan ederiz. Beyanımız sayfa 9'da yer almaktadır.

Uluslararası Değerleme Standartları'na Uyum Beyanımız

- Değerleme çalışmasını SPK'nın III-62.1 sayılı Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Tebliği uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) kapsamında gerçekleştirdiğimizi beyan ederiz.

Değer Esası

- Çalışmamızın amacına yönelik olarak, "Gerçeğe Uygun Değer", TFRS 13 standardı kapsamında aşağıdaki şekilde tanımlanmaktadır:

"Piyasa katılımcıları arasında ölçüm tarihinde olağan bir işlemde, bir varlığın satışından elde edilecek veya bir borcun devrinde ödenecek fiyat"

Değerleme Tarihi

- Çalışmanın amacı kapsamında Menderes Tekstil'in bağlı ortaklıkları olan Akça Enerji'de sahibi olmadığı %32,0 oranındaki azınlık hisse payları ile Tan Elektrik'de sahibi olmadığı %34,0 oranındaki azınlık hisse paylarının 20 Kasım 2020 ("Değerleme Tarihi") itibarıyla pazar değeri tahmin edilmiştir.

Rapor Tarihi

- İşbu rapor 4 Ocak 2021 tarihinde ("Rapor Tarihi") hazırlanmıştır.



Yönetici Özeti | Amaç & Kapsam

Değerleme Para Birimi

- Değerleme çalışması Akça Enerji ve Tan Elektrik'in fonksiyonel para birimi olan Türk Lirası ("TL") üzerinden gerçekleştirilmiştir.

Bilgi Kaynakları

- Değerleme çalışmasında kullanılan veriler Şirket Yönetimi, Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda ("KAP") yayınlanan halka açık veriler, S&P Capital IQ veri tabanı, Economic Intelligence Unit ("EIU"), kamu kurumları, medya kuruluşları, uluslararası finans kuruluşları ve değerleme uzmanlarınca güvenilir olduğu kabul edilen diğer kaynaklardan sağlanmıştır.
- Bu çalışma kapsamında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan verilerin makuliyeti ve tutarlılığı tarafımızca incelenmiştir. Halka açık kaynaklardan elde edilen verilerin güvenilir kaynaklardan elde edildiği düşünülmektedir.

Finansal Tablolar

- Değerleme çalışmasında, Şirket yönetimi tarafından sağlanan geçmiş 2017-2019 yıl sonu yasal mali tablolar ve 30 Haziran 2020 tarihli yasal mali tablolar analiz edilmiştir.

İleriye Dönük Finansal Bilgiler

- Tarafımızla paylaşılan ileriye dönük finansal bilgiler Şirket Yönetimi'ne aittir. Akça Enerji ve Tan Elektrik'e ilişkin ileriye dönük varsayımlar Şirket'in sorumluluğundadır.
- Akça Enerji için 2020 yılının ikinci yarısı ve 2042 yılı arasındaki dönemi ve Tan Elektrik için 2020 yılının ikinci yarısı ve 2062 yılı arasındaki dönemi kapsayan iş planı Şirket Yönetimi tarafından onaylanan varsayımlar ışığında hazırlanmıştır.
- Bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket Yönetimi'nin sorumluluğundadır. Kullanılan varsayımlar üzerinde gerekli gördüğümüz durumlarda görüşümüzü bildirerek ilgili düzeltmeleri uygulamakla beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz. Ayrıca beklentilerin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşecek sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.



Yönetici Özeti | Amaç & Kapsam

Çalışmanın Kapsamı

- Çalışmamız 11 Kasım 2020 – 27 Kasım 2020 tarihleri arasında gerçekleşmiş olup aşağıdaki hususları içermiştir:
 - Şirket'in finansal yapısının, mali tabloların (2017, 2018, 2019 ve 2020 6 aylık) incelenmesi ve Şirket'in iş planının analiz edilmesi;
 - Şirket'in faaliyetlerine ilişkin olarak üst yönetim ile görüşmelerin yapılması;
 - Sektör ile ilgili yayınlanan piyasa verileri ve diğer halka açık bilgilerin gözden geçirilmesi;
 - Çalışmaların tamamlanmasını takiben temel olarak kullanılan bilgilerin doğruluğunun tarafınızca teyidi maksadıyla açıklamalı bir tartışma dokümanının hazırlanması;
 - Bunun sonucunda Şirket hisselerinin gerçeğe uygun değerini gösteren açıklamalı nihai raporun hazırlanması ve tarafınıza sunulmasıdır.
 - Değerleme çalışması süresince aşağıdaki kişilerle görüşmeler yapılmıştır:
 - Cemal İpekoğlu – Yönetim Kurulu Üyesi, Menderes Tekstil
 - Abdülkadir Uygun – Akça Holding Yönetim Kurulu Genel Sekreteri

Sınırlamalar

- Projeksiyon beklentilerinin tahmin edildiği şekilde gerçekleşmemesi durumunda öngörülen ve gerçekleşen sonuçlar arasında önemli farklılıklar oluşabileceğini hatırlatmak isteriz.
- Çalışmamız sadece hissedarların gerçeğe uygun değer aralığı konusunda bilgilendirilmesini kapsamaktadır. Çalışmamız herhangi bir yatırım veya Şirketler arasında herhangi bir birleşme tavsiyesi niteliği taşımamaktadır.
- Değerleme çalışması genel kabul görmüş denetim standartlarına göre herhangi bir denetim çalışmasını içermeyecektir. Dolayısıyla rapor kapsamında kullanılan finansal bilgilerin doğruluğuna ilişkin bir denetim görüşü sunulmayacaktır.
- Değerleme çalışması bir kısım öngörülere dayanmakta olup söz konusu öngörülerin ilgili varsayımlara dayanarak doğru hesaplanıp hesaplanmadığı tarafımızca incelenmiştir. Bununla birlikte bahsi geçen öngörüler ve varsayımlar Şirket yönetiminin sorumluluğundadır. Uygulanan varsayımlar üzerinde, gerekli gördüğümüz durumlarda, görüşümüzü bildirmekle beraber varsayımların gerçeğe uygunluğu konusunda herhangi bir sorumluluk kabul etmemekteyiz.
- Değerleme çalışması duran varlık değerleme hizmetini kapsamamaktadır. Bundan dolayı, raporda duran varlık değerine ilişkin görüş belirtilmemiştir.
- Şirket, COVID-19'un Türkiye ve küresel ekonomi ile başlıca finansal piyasalar üzerindeki olumsuz etkilerinin bir sonucu olarak Akça Enerji'nin ve Tan Elektrik'in finansal durumu üzerinde giderek artan etkilerini dikkate almalıdır. Değerleme varsayımlarımız rapor tarihi itibarıyla mevcut ekonomik, piyasa ve diğer koşullara dayanmaktadır. Bu koşullar nispeten kısa sürede önemli ölçüde değişebilir. Sermaye piyasalarında son zamanlarda yaşanan dalgalanmalar ve mevcut ekonomik görünüm varlıkların değerlendirilmesi konusunda önemli belirsizlikler yaratmaktadır. Bu faktörleri dikkate alarak, ulaştığımız sonuç ve görüşlerin değişme olasılığının normal zamanlara göre daha yüksek olabileceğini düşünmekteyiz.



Yönetici Özeti | Beyan

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kararı Uyarınca Beyanımız

- Sermaye piyasasında bağımsız denetimle yetkili bağımsız denetim kuruluşlarının üyelik anlaşmasına sahip olduğu yabancı şirketlerle yapılan lisans, know-how ve benzeri sözleşmeler çerçevesinde faaliyette bulunan ve değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı"na sahip en az 1 kişiyi tam zamanlı olarak istihdam eden Danışmanlık Şirketi olduğumuzu,
 - Ayrı bir "Kurumsal Finansman Bölümü"ne veya değerlendirme hizmeti sunmak üzere oluşturulmuş benzer nitelikteki özel bir birime sahip olması,
 - Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
 - Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğumuzu,
 - Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan yeterli bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurların bulunduğunu,
 - Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğumuzu,
 - Değerleme çalışmasını SPK'nın III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"ine uygun olarak gerçekleştirdiğimizi,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil ile Kurumumuz arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi imzalandığını,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil'e aynı zamanda bağımsız denetim hizmeti verilmediğini,
 - Değerleme çalışmasını talep eden Menderes Tekstil ile Kurumumuz arasında doğrudan veya dolaylı olarak sermaye veya yönetim ilişkisi bulunmadığını, beyan ederiz.



Yönetici Özeti | Temel Bilgiler

Akça Enerji

- Akça Enerji bünyesinde Baklacı JES ve Tosunlar 1 JES olmak üzere iki adet jeotermal enerji santrali faaliyet göstermektedir.
- Baklacı JES, üretim lisansını 22 Mart 2018 tarihinde, bu tarihten 24 Aralık 2042 tarihine kadar geçerli olacak biçimde almıştır.
- Baklacı JES, 20 Temmuz 2018 tarihinden beri 19,4 MWe kurulu güç ile üretime devam etmektedir. 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 40,5 GWh ve 56,8 GWh net üretim gerçekleştirmiştir.
- Tosunlar 1 JES, üretim lisansını 12 Mart 2015 tarihinde, bu tarihten itibaren 24 yıl 3 ay 19 gün süreyle geçerli olacak biçimde almıştır.
- Tosunlar 1 JES, 12 Haziran 2015 tarihi itibarıyla 3,8 MWe kurulu güçte elektrik üretim faaliyetlerine devam etmektedir. Tosunlar 1 JES'in net üretim miktarı 2017, 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 16,6 GWh, 15,3 GWh ve 6,5 GWh olmuştur.

Tan Elektrik

- Tan Elektrik bünyesinde Aliğa RES ve Akça RES olmak üzere iki adet rüzgar enerji santrali faaliyet göstermektedir.
- Aliğa RES, üretim lisansını 12 Şubat 2013 tarihinde, bu tarihten itibaren 49 yıl süreyle geçerli olacak biçimde almıştır.
- Aliğa RES 30 Aralık 2016 tarihinden itibaren 19,2 MWe kurulu güçte faaliyetlerine devam etmektedir. Santralin net üretim miktarı 2017, 2018 ve 2019 yıllarında sırasıyla 51,3 GWh, 49,1 GWh ve 47,2 GWh olmuştur.
- Akça RES, üretim lisansını 10 Ocak 2012 tarihinde, bu tarihten itibaren 49 yıl süreyle geçerli olacak biçimde almıştır.
- Akça RES üretime 24 Ekim 2019'da 1 adet türbin ile başlamıştır ve 1,9 GWh net üretim gerçekleştirmiştir. 27 Mayıs 2020 tarihinde 4 adet türbin yatırımının tamamlanması sonucunda santral tam kapasite ile çalışmaya başlamıştır. Tesisin toplam kurulu gücü 20 MWe'dir.

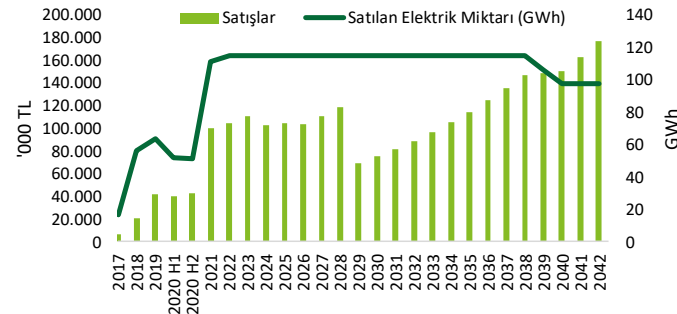


Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar - Akça Enerji

Akça Enerji Varsayımları

- | | | |
|---|--------------------------|--|
| 1 | Projeksiyonlar | <ul style="list-style-type: none"> Projeksiyonlar Temmuz 2020 ile lisans bitiş tarihi (2042) arasındaki dönemi kapsamakta olup gelir, gider ve yatırım varsayımları Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. |
| 2 | Kurulu Güç | <ul style="list-style-type: none"> Akça Enerji'nin 23,2 MWe olan kurulu gücünün projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı öngörülmüştür. |
| 3 | Elektrik Üretim Miktarı | <ul style="list-style-type: none"> Baklacı JES'in kapasite kullanım oranları 2018, 2019 yıllarında ve 2020 yılının ilk yarısında sırasıyla %52, %34, ve %53 olup, projeksiyon döneminde bu oranın %57,8 olacağı öngörülmüştür. Tosunlar 1 JES'in kapasite kullanım oranları 2017, 2018, 2019 yıllarında ve 2020 yılının ilk yarısında sırasıyla %50, %46, %36, ve %43 olup, projeksiyon döneminde bu oranın %51,9 olacağı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde Bklacı JES ve Tosunlar 1 JES için iç tüketim oranlarının %20 ve %30 olacağı Şirket Yönetimi tarafından belirtilmiştir. Şirket Yönetimi santrallerin net üretimlerinin sırasıyla 97,4 Gwh ve 17,3 GWh (2021:13,5 GWh) olacağı öngörmüş ve satılabilir elektrik miktarları Bklacı JES için %0,8 ve Tosunlar 1 JES için %0,1 iletim kaybı uygulanarak hesaplanmıştır. |
| 4 | Elektrik Satış Fiyatları | <ul style="list-style-type: none"> Baklacı JES, 2023 yılına kadar 118 \$/MWh, sonrasında 2028 yılına kadar 105 \$/MWh ve takip eden yıllarda spot elektrik fiyatı üzerinden elektrik satışı gerçekleştirecektir. Tosunlar JES ise 2025 yılına kadar 105 \$/MWh ve takip eden yıllarda spot elektrik fiyatı üzerinden elektrik satışı gerçekleştirecektir. Spot elektrik fiyat tahmini 2020 yılı gerçekleşen ortalama ABD Doları bazlı GÖP fiyatının dolar enflasyon oranı ile artacağı varsayımına göre hesaplanmıştır. Spot elektrik fiyatlarının 2021 yılında 44 \$/MWh seviyesinden 2042 yılında 64.7 \$/MWh seviyesine çıkacağı öngörülmektedir. |
| 5 | Satışlar | <ul style="list-style-type: none"> Satış tutarları net satılabilir elektrik miktarı ile elektrik satış fiyatı üzerinden hesaplanmıştır. |

Elektrik Üretim Miktarı ve Satışlar





Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar - Akça Enerji

Akça Enerji Varsayımları

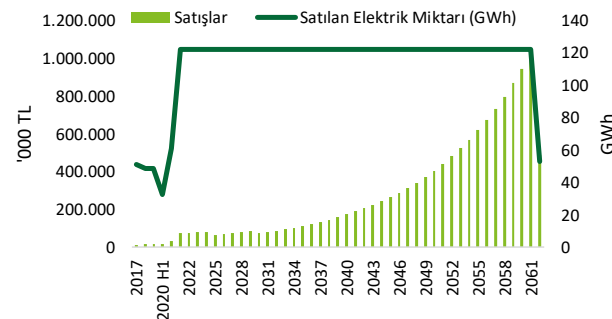
6	Gider varsayımları	- Satışların maliyeti personel, sigorta, idare payı ve rödovans, sistem kullanım giderleri ile bakım onarım ve genel üretim giderlerinden oluşmaktadır. - Personel giderleri ile bakım onarım ve genel üretim giderleri TL enflasyon oranı ile hesaplanmıştır. - Sigorta giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca 118,6 bin ABD Doları olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. - İdare payı ve rödovans bedelleri geçen sene elde edilen hasılatın sırasıyla %1 ve %18'i olacak şekilde hesaplanmıştır. - Sistem kullanım giderleri TL enflasyon ve üretim artış oranına göre hesaplanmıştır. - Projeksiyon dönemi boyunca oluşacak faaliyet giderleri TL enflasyon oranına göre tahmin edilmiştir.
7	Yatırım ve amortisman varsayımları	- Yatırım projeksiyonları 2021 yılında yapılması planlanan \$1,5 milyon santral iyileştirme yatırım, \$17,5 bin dozajlama yatırımlarını ve her 7 yılda bir yapılacak €70 bin tutarındaki mekanik grup değişim yatırımlarını içermektedir. - Maddi ve maddi olmayan duran varlık amortisman tutarları ile projeksiyon döneminde yapılması planan yatırımların amortismanı tarafımızca hesaplanmıştır. Yatırımların amortisman süresi 25 yıl olarak varsayılmıştır.
8	İşletme sermayesi varsayımları	Projeksiyon dönemine ilişkin işletme sermayesi ihtiyacı geçmiş dönem işletme sermayesi hesapları baz alınarak oluşturulmuştur. Bu kapsamda, 2020 Haziran sonu itibarıyla alacak tahsil, stok devir ve borç ödeme sürelerinin sırasıyla 4, 25, 31 gün olduğu hesaplanmıştır.
9	AOSM	Finansal projeksiyonlara paralel olarak AOSM, TL bazında hesaplanmıştır. Risksiz yatırım getiri oranı olarak, değerleme tarihi itibarıyla TCMB tarafından TL cinsinden ihraç edilen 10 yıllık devlet tahvili getiri oranı kullanılmıştır. Beta ve borç/özkaynak oranı için Damadoran'ın gelişmekte olan ülkeler veri setinde yenilenebilir enerji sektörü ortalamaları kullanılmıştır. Akça Enerji için borç primi %1,8 olarak kabul edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan AOSM oranı, bu varsayımlar altında %15,5 olarak hesaplanmıştır.
10	Makroekonomik varsayımlar	Projeksiyon döneminde 2025 yılına kadar olan makroekonomik varsayımlar Economist Intelligence Unit ("EIU") tarafından temin edilmektedir. 2025 sonrası döneme ilişkin enflasyon oranları 2025 yılının enflasyon oranına eşit olacağı varsayılmış ve kur tahminleri ise enflasyon oranları üzerinden hesaplanmıştır.

Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar - Tan Elektrik

Tan Elektrik Varsayımları

1	Projeksiyonlar	Projeksiyonlar Temmuz 2020 ile lisans bitiş tarihi (2062) arasındaki dönemi kapsamakta olup gelir, gider ve yatırım varsayımları Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır.
2	Kurulu Güç	Tan Elektrik'in 39,2 MWe olan kurulu gücünün projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı öngörülmüştür.
3	Elektrik Üretim Miktarı	- Akça RES'in kapasite kullanım oranları 2019 yılında ve 2020 yılının ilk yarısında sırasıyla %4,2 ve %10,3 olup, projeksiyon döneminde bu oranın %39,5 olacağı öngörülmüştür. - Aliağa RES'in kapasite kullanım oranları 2017, 2018, 2019 yıllarında ve 2020 yılının ilk yarısında sırasıyla %30, %29, %28, ve %29 olup, projeksiyon döneminde bu oranın %31,7 olacağı öngörülmüştür. - Projeksiyon döneminde gerçekleştirilecek kapasite kullanım oranlarının, Akça RES ve Aliağa RES için sırasıyla %39,5 ve %31,7 olacağı Şirket Yönetimi tarafından belirtilmiştir. Santrallerin bu kapasite faktörlerine 2023 yılı itibarı ile ulaşacağı öngörülmüş ve satılabilir elektrik miktarları Akça RES için %0,4 ve Aliağa RES için %0,2 iletim kaybı uygulanarak hesaplanmıştır.
4	Elektrik Satış Fiyatları	Akça RES'in, 2024 yılı sonuna kadar 86 \$/MWh, sonrasında 2028 yılı sonuna kadar 73 \$/MWh, ve takip eden yıllarda spot elektrik fiyatı üzerinden elektrik satışı gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Aliağa RES'in ise 2024 yılı sonuna kadar 73 \$/MWh ve sonrasındaki yıllarda spot elektrik fiyatı üzerinden elektrik satışı gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Spot elektrik fiyat tahmini 2020 yılı gerçekleşen ortalama ABD Doları bazlı GÖP fiyatının dolar enflasyon oranı ile artacağı varsayımına göre hesaplanmıştır. Spot elektrik fiyatlarının 2021 yılında 44 \$/MWh seviyesinden 2062 yılında 92 \$/MWh seviyesine çıkacağı öngörülmektedir.
5	Satışlar	Satış tutarları net satılabilir elektrik miktarı ile elektrik satış fiyatı üzerinden hesaplanmıştır.

Elektrik Üretim Miktarı ve Satışlar





Yönetici Özeti | Temel Varsayımlar - Tan Elektrik

Tan Elektrik Varsayımları

6	Gider varsayımları	- Satışların maliyeti personel, sigorta, RES katkı payı sistem kullanım giderleri ile bakım onarım ve genel üretim giderlerinden oluşmaktadır. - Personel giderleri TL enflasyon oranı ile hesaplanmıştır. - Sigorta giderlerinin projeksiyon dönemi boyunca 95,5 bin ABD Doları olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. - RES katkı payları, sistem kullanım giderleri ve genel üretim giderleri TL enflasyon ve üretim artış oranına göre hesaplanmıştır. - Bakım maliyetlerinin Akça RES için türbin başına 37 bin Euro, Aliğa RES için türbin başına 44 bin Euro olarak sabit kalacağı varsayılmıştır. - Projeksiyon dönemi boyunca oluşacak faaliyet giderleri TL enflasyon oranına göre tahmin edilmiştir.
7	Yatırım ve amortisman varsayımları	Şirket Yönetimi Tan Elektrik için hiçbir yatırım öngörmemiştir.
8	İşletme sermayesi varsayımları	Projeksiyon dönemine ilişkin işletme sermayesi ihtiyacı geçmiş dönem işletme sermayesi hesapları baz alınarak oluşturulmuştur. Bu kapsamda, 2020 Haziran sonu itibarıyla alacak tahsil, stok devir ve borç ödeme sürelerinin sırasıyla 1, 3, 27 gün olduğu hesaplanmıştır.
9	AOSM	Finansal projeksiyonlara paralel olarak AOSM, TL bazında hesaplanmıştır. Risksiz yatırım getiri oranı olarak, değerlendirme tarihi itibarıyla TCMB tarafından TL cinsinden ihraç edilen 10 yıllık devlet tahvili getiri oranı kullanılmıştır. Beta ve borç/öz kaynak oranı için Damadoran'ın gelişmekte olan ülkeler veri setinde yenilenebilir enerji sektörü ortalamaları kullanılmıştır. Tan Elektrik için borç primi %1,8 olarak kabul edilmiştir. İndirgenmiş nakit akımı yönteminde kullanılan AOSM oranı, bu varsayımlar altında %15,5 olarak hesaplanmıştır.
10	Makroekonomik varsayımlar	Projeksiyon döneminde 2025 yılına kadar olan makroekonomik varsayımlar EIU tarafından temin edilmektedir. 2025 sonrası döneme ilişkin enflasyon oranları 2025 yılının enflasyon oranına eşit olacağı varsayılmış ve kur tahminleri ise enflasyon oranları üzerinden hesaplanmıştır.



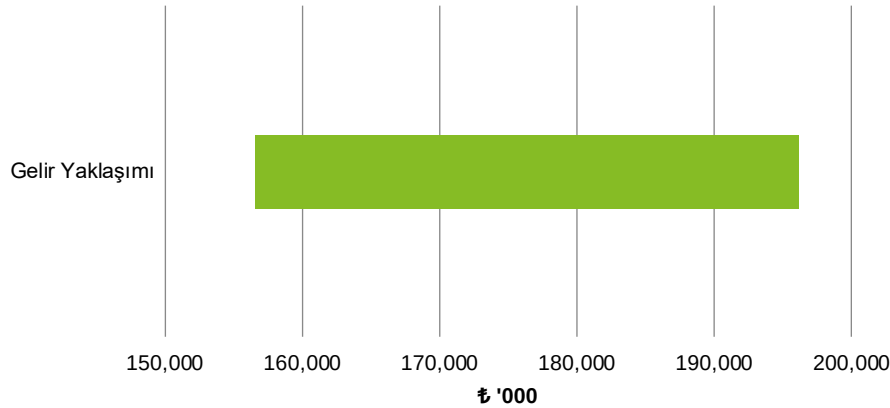
Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Akça Enerji

Değerleme Sonuçları

₺ '000	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	100%	175,476	156,588	196,231
İndirgenmiş Nakit Akımı	100%	175,476	156,588	196,231
Değerleme Sonucu (%100 Hisse Değeri)		175,476	156,588	196,231
Azınlık iskontosu	16.7%			
Azınlık hissedarlarının payı	32.0%			
Azınlık Hissedarların Hisse Değeri		46,794	41,757	52,328

Değerleme Sonuçları



Değerleme Sonucu

- Değerleme çalışmasında temel yöntem olarak gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi Akça Enerji'nin gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile projekte edilmiş sonuçlar arasında farklılıklar olması muhtemeldir.
- Gelir bazlı yöntem uygulanarak elde edilen değerleme sonuçlarına göre Akça Enerji'nin %100 hisselerinin 20 Kasım 2020 itibarıyla gerçeğe uygun değerinin **157-196 milyon TL** aralığında olduğunu tahmin etmekteyiz.
- Akça Enerji'nin %32,0 payı azınlık hissedarlarına ait olup, azınlık hisselerinin değerinin **42-52 milyon TL** aralığında olduğu tahmin edilmiştir.



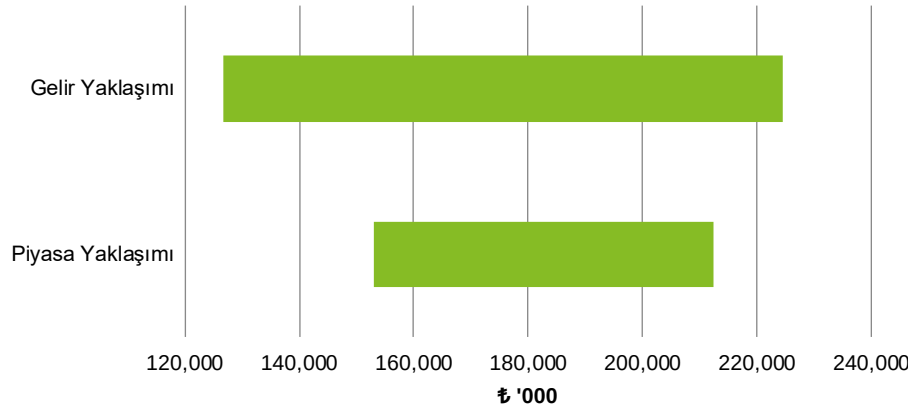
Yönetici Özeti | Değerleme Sonucu

Tan Elektrik

Değerleme Sonuçları

₺ '000	Ağırlık	Sonuç	Düşük	Yüksek
Gelir Yaklaşımı	50%	170,182	126,637	224,636
Piyasa Yaklaşımı	50%	182,783	153,023	212,542
Değerleme Sonucu (%100 Hisse Değeri)		176,482	139,830	218,589
Azınlık iskontosu	16.7%			
Azınlık hissedarlarının payı	34.0%			
Azınlık Hissedarların Hisse Değeri		50,003	39,619	61,934

Değerleme Sonuçları



Değerleme Sonucu

- Değerleme çalışmasında temel yöntem olarak gelir yaklaşımı kapsamında indirgenmiş nakit akım yöntemi ve benzer işlem yöntemi uygulanmıştır. İndirgenmiş nakit akım yöntemi Tan Elektrik'in gelecekteki nakit akımlarına dayalı detaylı bir analize dayanmaktadır. Ancak aynı zamanda gelecek ile ilgili subjektif değerlendirmeler içermektedir.
- İNA yönteminin geleceğe yönelik subjektif varsayımlar içermesi nedeniyle fiili sonuçlar ile projekte edilmiş sonuçlar arasında farklılıklar olması muhtemeldir.
- Benzer işlem yönteminde ise geçmişte gerçekleşen rüzgar enerjisi santrali satın alma işlemlerinde gözlemlenen üretim çarpanları Tan Elektrik'in üretim değerlerine uygulanmıştır.
- Gelir bazlı yöntem ve piyasa bazlı yöntem uygulanarak elde edilen değerlendirme sonuçlarına göre Tan Elektrik'in %100 hisselerinin 20 Kasım 2020 itibarıyla gerçeğe uygun değerinin **140-219 milyon TL** aralığında olduğunu tahmin etmekteyiz.
- Tan Elektrik'in %34,0 payı azınlık hissedarlarına ait olup azınlık hisselerinin değerinin **40-62 milyon TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.
- Sayfa 56, Ekler E-6'da detaylı biçimde açıklandığı üzere, Tan Elektrik, RES katkı payı ödemelerinin TEİAŞ ile 23.01.2012 tarihinde imzalanan anlaşmaya göre yapılmasına ilişkin talepte bulunmuştur ve halihazırda dava süreci devam etmektedir. Benzer hukuki uyuşmazlık içeren davalarda Bölge Adliye Mahkemeleri ve yerel mahkemeler şirketler lehine karar vererek fazla tahsil edilen RES Katkı Payı tutarlarının şirketlere iadesine karar vermiştir. Verilen kararlara karşı TEİAŞ tarafından Yargıtay'a temyiz yoluna başvurulmuş, Yargıtay tarafından TEİAŞ temyiz itirazları reddedilmiştir. Bu şekilde olağan kanun yolları sonlanmıştır. Söz konusu davaların kazanılması durumunda öngörülen RES katkı payı ödemelerinin azalması ve hesaplanan değerlendirme sonuçlarının artması gerekecektir. Böyle bir durumda azınlık hissedarlarının hisse değerinin **48-70 milyon TL** aralığında olacağı tahmin edilmektedir.

Deloitte; İngiltere mevzuatına göre kurulmuş olan Deloitte Touche Tohmatsu Limited ("DTTL") şirketini, üye firma ağındaki şirketlerden ve ilişkili tüzel kişiliklerden bir veya birden fazlasını ifade etmektedir. DTTL ve üye firmalarının her biri ayrı ve bağımsız birer tüzel kişiliktir. DTTL ("Deloitte Global" olarak da anılmaktadır) müşterilere hizmet sunmamaktadır. Global üye firma ağıımızla ilgili daha fazla bilgi almak için www.deloitte.com/about adresini ziyaret ediniz.

DRT Kurumsal Finans Danışmanlık Hizmetleri A.Ş., DTTL üye şirketidir.

Deloitte, denetim, danışmanlık, finansal danışmanlık, risk yönetimi, vergi ve ilgili alanlarda, birçok farklı endüstride faaliyet gösteren özel ve kamu sektörü müşterilerine hizmet sunmaktadır. Deloitte her beş Fortune Global 500® şirketinden dördüne hizmet verirken, dünya çapında farklı bölgelerde 150'den fazla ülkede yer alan global üye firma ağı ile, müşterilerinin iş dünyasında karşılaştıkları zorlukları aşmalarına destek olmak ve başarılarına katkıda bulunmak amacıyla dünya standartlarında yüksek kalitede hizmetler sunmaktadır. Deloitte'un 225.000'i aşan uzman kadrosunun iz bırakan bir etkiyi nasıl yarattığı konusunda daha fazla bilgi almak için Facebook, LinkedIn ya da Twitter sayfalarımızı takip ediniz.

Bu belgede yer alan bilgiler sadece genel bilgilendirme amaçlıdır ve Deloitte Touche Tohmatsu Limited, onun üye firmaları veya ilişkili kuruluşları (birlikte, "Deloitte Network" olarak anılacaktır) tarafından profesyonel bağlamda herhangi bir tavsiye veya hizmet sunmayı amaçlamamaktadır. Şirketinizi, işinizi, finansmanınızı ya da mali durumunuzu etkileyecek herhangi bir karar ya da aksiyon almadan, yetkin bir profesyonel uzmana danışın. Deloitte Network bünyesinde bulunan hiçbir kuruluş, bu belgede yer alan bilgilerin üçüncü kişiler tarafından kullanılması sonucunda ortaya çıkabilecek zarar veya ziyandan sorumlu değildir.