



Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu

9 Ocak 2025



İçindekiler	Sayfa
• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	11
• Şirket Profili	12
• Satışlar	18
• Finansal Analiz	19
• Değerleme Yöntemleri	26
• İndirgenmiş Nakit Akışı	27
• Piyasa Çarpanları	58
• Nihai Değer	62
• Sektör	63

KISALTMALAR**Kısaltma**

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBİTDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBİT	Esas Faaliyet Karı
EPIAŞ	Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GES	Güneş Elektrik Santrali
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
HES	Hidro Elektrik Santrali
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
KGK	Kamu Gözetim Kurumu
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
MW	Megawat
RES	Rüzgar Elektrik Santrali
ROA	Aktif Karlılık
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TL	Türk Lirası
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı
YEKDEM	Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info Yatırım) ile Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. (Şirket) arasında 30 Ekim 2024'te imzalanan halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir. Değerleme çalışması mevzuat kapsamında lisans sahibi kişilerin yönetiminde gerçekleştirilmiştir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. (2021-2022-2023-2024/09) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporu ve 2023 ve 2023/09 dönemleri için Yeditepe Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanmış Bağımsız Güvence Raporu, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapılmamıştır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 2 Ocak 2025 olup rapor tarihi 9 Ocak 2025'tir.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak ABD doları kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgilili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

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

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü öznenin göstermiş olduğunu beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticileri Hüseyin Güler tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

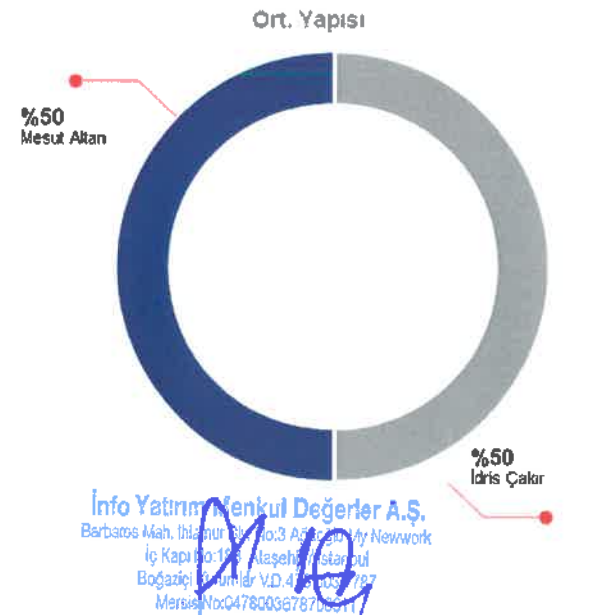
BİRLEŞİM GRUP ENERJİ FİYAT TESPİT RAPORU

Kapasite artışı, USD bazlı gelir ve stabil üretim

- 1978 yılında kuruldu.** Erslpahi Makina Sanayi A.Ş. unvanıyla 13.09.1978 tarihinde kurulan Şirket'in unvanı 26.01.2022 tarihinde Birleşim Yeşil Enerji A.Ş. şeklinde değiştirilmiştir. 11.09.2024 tarihinde de Şirket unvanı Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. olmuştur. Şirket'in faaliyet konusu enerji sektöründe güneş, rüzgâr, gelgit, dalga, hidroelektrik, hidrojen, biokütle ve jeotermal ısı gibi yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik üretimi ve ARGE ile benzeri faaliyetlerde bulunan şirketler kurulması; bu tür faaliyetlerde bulunan şirketlere yatırım yapılmasıdır. Şirket'in bağlı ortaklıkları ile güneş enerjisinden elektrik üretimi yaparken bir bağlı ortaklığı ile de **akaryakıt satışı** yapmaktadır. Bünyede bir adet **RES lisansına** sahip şirket de yer almaktadır. Şirket'in **lisanslı elektrik üretimi yapan 3 adet ve lisanssız elektrik üretimi yapan 12 adet** bağlı ortaklığı bünyesindeki santraller **YEKDEM'e** tabi olup üretilen elektriği ABD doları cinsinden satma hakları bulunmaktadır.
- 2027 yılına kadar önemli kapasite artışı.** Şirket'in planlanan yakın zamanlı yatırım projeksiyonuna göre Menekşe 1 adındaki **24 MW** kapasiteli RES'i **2025 yılında**, Menekşe 2 adındaki yine **24 MW** kapasiteli RES'i de **2028 yılında** devreye girecek olmakla birlikte **sahip olduğu GES santrallerinin tamamında 2027 yılında kapasite artırımına gidilecektir.** Yeni devreye girecek santraller ve kapasite artışlarının etkisi ile 2023 yılında **103,3 MW** olan kurulu gücün önemli oranda artarak **279,7 MW** kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. İfade edilen kapasite artışlarının etkisi ile EBITDA rakamı 2023 rakamına kıyasla kayda değer oranda artacaktır.
- Stabil üretim ve USD bazlı gelir.** Şirket bünyesindeki **santrallerin tamamı YEKDEM kapsamında faaliyet göstermekte olan güneş elektrik santralleridir.** Şirket 2024 yılında yatırımını tamamladığı ve 2025 yılı Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlamayı hedeflediği RES'in yanı sıra 2027 yılında tüm kapasiteyi artırmayı planlamaktadır. Şirket'in gelirleri USD bazlı olup kur artışından olumlu etkilenmektedir. **Bünyedeki lisanslı GES'ler yerli ekipman teşvikinden yararlanabildiği için elektrik satış fiyatları piyasa fiyatının üzerinde bazı santrallerde 140 doları aşabilmektedir. Lisanslı GES'lerde EPİAŞ muhatap olduğu için alacak vadeleri daha kısa olurken sistem kullanım bedellerinin daha düşük olması yüksek EBITDA marjı yaratmaktadır. Santraller 2020 ve 2021 yıllarında devreye girdikleri için piyasadaki birçok santrale kıyasla YEKDEM süreleri daha uzundur.**
- Değerleme.** Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve **171,7 mn USD halka arz değeri** tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2025 sonunda beklenen EBITDA rakamına göre **14,9x EV/EBITDA** çarpanına işaret etmektedir. **2025-2030 arasında kurulu güç kapasitesinin 2,7 katına çıkacak olması, yerli ekipman desteği ile YEKDEM fiyatlarının üzerinde teşvikli elektrik fiyatları, YEKDEM sonrasında ise sektör yapısı gereği kura ve enfiyasyona dirençli USD ile yüksek korelasyona sahip gelir modeli ve yenilenebilir enerji gibi stratejik bir sektörde faaliyet gösterilmesi nedeniyle önemli bir büyüme beklentisi bulunmaktadır. 2024/09 son 4 çeyrek net kar rakamına göre halka arz değeri 8,4x F/K çarpanına işaret etmektedir.**

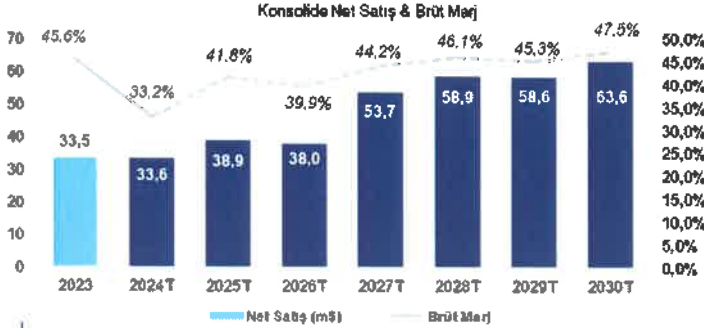
Gelir Tablosu (mUSD)	2021	2022	2023	2024T
Net Satışlar	10,4	22,7	33,5	33,6
EBITDA	5,7	11,3	19,8	16,3
EBITDA Marjı	55%	50%	59%	49%
Net Kar	11,1	14,1	28,7	M.D

Değer	mUSD
Piyasa Değeri	172
Net Borç 2024/09	78
Firma Değeri	250
Bilanço (mTL)	2024/09
Dönen Varlıklar	502
Duran Varlıklar	4.527
Aktifler	5.029
Kısa Vadeli Borçlar	1.158
Uzun Vadeli Borçlar	1.963
Özkaynak	1.908
Finansal Borç	2.973
Değer Çarpanları	
EV/EBITDA 2024/09	14,9x
F/K 2024/09	8,4x
PD/DD 2024/09	3,1x
EV/Satış 2024/09	7,5x
Net Borç/EBITDA 2024/09	5,2x
Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA
Yurtdışı Çarpanlar	16,6x
Yurtiçi Çarpanlar	20,4x



Yatırım Tezi

Grafik:1 Kapasite artışlarının tam yıl devreye girdiği 2025-2027-2028-2030'da kar marjı yükselmektedir...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:2 2025-2027-2028-2030 kapasite artışları EBITDA büyümesi ve marjı desteklemekte



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:3 2023 yılında GES yatırımlarına ek olarak 2025-2027-2028-2030 dönemlerinde kapasite artışları planlanmaktadır..



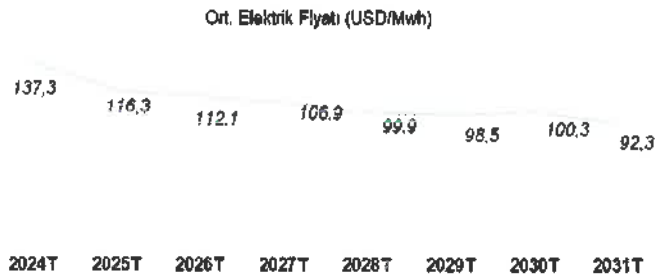
Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

Grafik:4 2024 yılında Gülbahar'daki normalizasyon ve artan işleme oranları ile üretim artarken 2025 yılında Menekşe RES tüm yıl devreyedir. 2027, 2028 ve 2030 yıllarında ise kapasite artışları üretimi ve KKO'yu etkilemektedir...



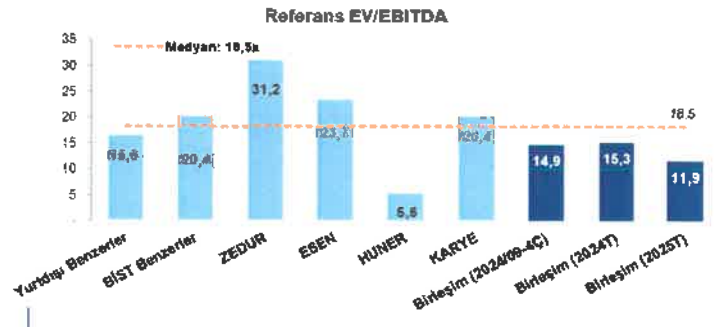
Kaynak: Şirket & Info Yatırım

Grafik:5 Yerli ekipman teşvik dönemi ve YEKDEM'den çıkış süreleri fiyadın gelişimini etkilerken piyasa fiyatları Modus'un beklentilerine göre RES ve GES'lerde modellenmiştir...



Kaynak: Modus Tahminleri

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 214,6 mn \$ adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 171,7 mn \$ değere ulaşılmış ve pay başı fiyat 12,14 TL olarak belirlenmiştir.

INA'dan hesaplanan değere %50; yurtdışı benzerler ve BİST benzerler çarpanlarından gelen değerlere %25'şer ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2024/09'da gerçekleşen son 4 çeyrek EBITDA ve net kar verilerine göre 14,9x EV/EBITDA ve 8,4x F/K çarpanlarına işaret etmektedir.

Değerleme Özeti

%20 halka arz iskontosu. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz INA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği borsada portföyü GES ağırlıklı şirketler BİST benzerler olarak belirlenirken yurtdışı piyasalarda işlem gören benzerler de çalışmada dikkate alınmıştır. BİST Benzer ve yurtdışı benzerlere %25'şer ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 171,7 mn \$ piyasa değeri ve 2 Ocak 2025 USD kapanış kuruna göre de pay başı 12,14 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 14,9x EV/EBITDA ve 8,4x F/K çarpanlarına işaret ederken BİST Benzer ve yurtdışı örneklem ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. **2025 RES yatırımı, 2027, 2028 ve 2030 kapasite artışlarının yaratacağı büyüme beklentisi, kurdaki artışları gelirlere yansıtılabilen iş modeli, yerli ekipman desteği ile YEKDEM fiyatlarının üzerinde teşvikli elektrik fiyatları, uzun YEKDEM ve lisans süreleri, lisanslı GES'lerde düşük sistem kullanım bedeli ve yüksek EBITDA marjı, uzun vadeli döviz bazlı düşük borçlanma maliyeti, yenilenebilir enerji gibi stratejik bir sektörde faaliyet gösterilmesi ve enerji gelirlerine ek akaryakıt tesis gelirleri temel yatırım unsurları olarak öne çıkmaktadır. 2024 yılında tüm değişkenler aynı kalsa bile sadece ortalama kurdaki artış TL bazlı gelirleri artıracaktır.**

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	198,0	50,0%	14,00
Yurtdışı Benzerler	198,8	25,0%	14,05
BİST Benzer	263,7	25,0%	18,64
Halka Arz Piyasa Değeri	214,6	100%	15,17
Halka Arz İskontosu	-20%		
Nihai Değer	171,7		
02.01.2025 Tarihli USD/TL	35,34		
Piyasa Değeri (mTL)	6.069		12,14

Değer Çarpanları	2024/09-4Ç	2024T	2025T
EV/EBITDA	14,9	15,3	11,9
F/K	8,4	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	7,5	7,4	65,2
PD/DD	3,1	m.d.	m.d.

Referans Değerler

Bulunan değer cari 14,9x EV/EBITDA ve 8,4x F/K çarpanlarına işaret ederken yurtdışı ve yurtiçi benzerlerin ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır.

Temel Yatırım Unsurları

Şirket, sade bilanço ve düşük maliyetli stabil faaliyet yapısı, sürdürülebilir karlılık ve kar marjları, önümüzdeki yıllarda 2,7x katna çıkacak kurulu güç kapasitesi ve kur ile enflasyona dirençli gelir yapısı ile önemli bir konumda yer alıyor

Şirket gelirleri enflasyona ve kur artışlarına karşı dirençli bir yapıda

GES'lerin yarıdan fazlası lisanslı santrallerden oluşmakta

Santrallerin yarıdan fazlasının lisanslı santrallerden oluşması nedeniyle Şirket lisansız santrallere kıyasla daha yüksek EBITDA marjına sahip

Değerleme görüşü. Sahip olunan GES'lerin kurulu güç anlamında yarıdan fazlasının lisanslı GES'lerden oluşması, 2025-2030 yılları arasında yapılacak yatırımlarla kurulu gücün 2,7x katına çıkacak olması, düşük sistem kullanım bedeli nedeniyle lisansız GES'lere göre sahip olunan daha yüksek EBITDA marjı, düşük ilişkilili taraf işlem hacmi ve sade ve düşük maliyetli faaliyet yapısı, lisanslı gesler nedeniyle tahsilat süresinin daha kısa olması, sektöre göre görece uzun YEKDEM süreleri ve stabil üretim yapısı Şirket'i yatırım için ön plana çıkarırken, YEKDEM süresince sabit ve USD bazlı elektrik fiyatı, YEKDEM sonrasında kur ve enflasyona karşı korunaklı USD bazlı gelir yapısı, yenilenebilir enerji santrallerine olan talebin artarak devam edecek olması sektörü yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

İstikrarlı üretim ve USD bazlı gelir. Şirket bünyesindeki santrallerin tamamı YEKDEM kapsamında faaliyet göstermekte olan GES (Güneş Elektrik Santralleri)'lerdir. Şirket yatırımını tamamladığı ve 2025 yılı Ocak ayında elektrik satışına başlamayı hedeflediği RES'in (Rüzgar Elektrik Santralleri) yanısıra GES'lerin kapasitesini artırmayı planlamaktadır. Dolayısıyla hali hazırda GES'ler ürettiği elektrik USD bazlı YEK * DEM fiyatı kapsamında sisteme verirken devreye girecek olan RES'lerde ürettikleri elektriği USD bazlı fiyatlar ile sisteme vereceklerdir. Diğer bir ifade ile Şirket'in gelirleri USD bazlı olup kur artışından olumlu etkilenmektedir. TL'nin değer kaybettiği enflasyonist ortamlarda genel olarak USD, TL karşısında değer kazandığı için enflasyonist ortamlarda da Şirket gelirleri enflasyona dirençli olup enflasyondan olumlu etkilenmektedir. Güneşlenme süresi yıldan yıla değişmediği için üretimlerindeki dalgalanma oldukça düşük seviyelerdedir. Diğer bir ifade ile yenilenebilir enerji santralleri arasında en stabil üretim yapısına sahip olan santrallerden biri GES'lerdir.. Üretimin oldukça düşük bir dalgalanmaya sahip olması ve elektrik satış fiyatının YEKDEM süresince USD bazlı sabit olması nedeniyle GES'lerden kaynaklanan gelirlerin oldukça stabil bir seyir izlemesi beklenmektedir. Aynı şekilde giderlerinde sadece birkaç kalemden oluşması ve stabil bir yapıya sahip olması nedeniyle Şirket karlılığının da düşük volatilitede bir yapıya sahip olduğu söylenebilir.

Elektrik fiyatları orta vadede kur ve enflasyondan olumlu etkilenmekte. Piyasada oluşan elektrik fiyatlarının gerçekleştiği seviyelerin belirlenmesinde dengeleyici santrallerin rolü büyüktür. Doğalgaz santralleri dengeleyici santraller sınıfındadır ve nihai olarak elektrik fiyatlarının belirlenmesinde etkisi büyüktür. Doğalgaz santrallerinin maliyetleri ise çoğunlukla doğalgaz maliyetlerinden oluşmaktadır. Doğalgaz maliyetleri USD bazlı gerçekleştiğinden olası kur artışları yüksek bir korelasyonla doğalgaz santrallerinin maliyetlerine yansımaktadır. Bu nedenle elektrik fiyatları USD-TL kuru ile orta vadede yüksek korelasyona sahiptir. Bundan dolayı YEKDEM sonrasında dahi santrallerin gelirleri kur ve enflasyonist etkilere karşı korunaklı bir yapıya sahiptir. Ek olarak yenilenebilir enerji santrallerinin maliyetlerinin bir bölümü TL bazlı olup olası kur artışları kar marjlarını artırıcı etkiye sahip olabilmektedir. Özetle; YEKDEM sonrasında dahi Şirket varlıkları enflasyon ve kur kaynaklı değer kaybına karşı dirençli varlık sınıfında değerlendirilebilir.

Kurulu güç bazında GES'lerin yarıdan fazlası lisanslı. Lisanssız GES'ler YEKDEM süreleri sonunda sisteme elektrik verebilmek için bir bedel karşılığında lisans hakkı almak zorundadırlar. Ek olarak lisansız GES'ler bedel karşılığı YEKDEM süresi sonunda bir lisans alsalar dahi ürettikleri elektrik piyasa fiyatının belli bir oranda altında sisteme satabilmektedir. Lisanslı GES'ler ise YEKDEM süreleri sonunda herhangi bir bedel ödemediği piyasa fiyatına da herhangi bir iskonto uygulamadan sisteme elektrik verebilme hakkına sahiptirler. Şirket bünyesindeki GES'lerin, kurulu güç bazında yarıdan fazlasının lisanslı olması bu anlamda Şirket'i lisansız GES sahibi şirketlere kıyasla avantajlı bir konuma getirmektedir.

Düşük sistem kullanım bedeli ve kısa vadeler. GES'lerde en önemli gider kalemi sistem kullanım bedelidir. Diğer giderler sistem kullanım giderine kıyasla oldukça düşüktür. Bu nedenle GES'lerde EBITDA marjı en çok sistem kullanım giderinden etkilenmektedir. Lisansız GES'lerde üretilen elektrik başına ödenen sistem kullanım gideri Lisanslı GES'lerden 6 kat daha fazladır. Bu nedenle lisanslı GES'lerdeki EBITDA marjı lisansız GES'lere göre daha yüksektir. Ayrıca lisanslı GES'lerde satışlarda muhatap vadesi kısa EPIAŞ iken lisansız GES'lerde muhatap satışlarda vadesi daha uzun dağıtım şirketleridir.

Temel Yatırım Unsurları

Kapasite artışı ile EBITDA kayda değer oranda artacak. Şirket'in planlanan yakın zamanlı yatırım projeksiyonuna göre Menekşe 1 adındaki 24 MW kapasiteli RES'i 2025 Ocak ayı içerisinde, Menekşe 2 adındaki yine 24 MW kapasiteli RES'i de 2028 yılında devreye girecek olmakla birlikte sahip olduğu GES santrallerinin tamamında 2027 yılında kapasite artırımına gidilecektir. Yeni devreye girecek santraller ve kapasite artışlarının etkisi ile 2023 yılında 103,3 MW olan kurulu gücün 2,7 kat artarak 279,7 MW kapasiteye ulaşması hedeflenmektedir. İfade edilen kapasite artışlarının etkisi ile EBITDA rakamı 2023 rakamına kıyasla kayda değer oranda artacaktır.

Sade finansal veriler. Düşük ilişkilili taraf işlem hacmi sade ve anlaşılır bir bilanço yapısına işaret etmektedir.

İlerleyen dönemlerde GES ve RES'lere olan talebin artması beklenmekte. Nüfusun ve sanayileşmenin giderek artması ile dünyada enerji ihtiyacı sınırlı da olsa artış göstermektedir. Dünyaca ünlü danışmanlık firması McKinsey'in "Global Energy Perspective 2023" raporuna göre, 2020'li yıllarda fosil yakıt talebinin zirve noktaya ulaşacağı öngörülse de bu talebin ilerleyen süreçlerde hızlı bir düşüş yaşayacağı beklenmektedir. Diğer taraftan, temiz kaynaklardan üretilmiş elektrik enerjisi tüketiminin bu dönemde fosil yakıt ürünlerinin kullanımının yerini alacağı öngörülmüştür. Bu gelişimin ana nedeni olarak, ülke politikalarının bir sonucu, elektriğin, alternatiflerine göre, karbondioksit salınımını azaltması ve birçok sektörde enerji kaynağı olarak en uygun maliyetli ve en basit şekilde kullanılabilmesi gösterilmektedir. Bu gelişime ek olarak, elektrik üretiminde yenilenebilir enerji kullanım oranının 2035 yılında %45-%50'ye, 2050 yılında %65-%85'e ulaşacağı öngörülmüştür. Tüm bu senaryoların içinde, yenilenebilir enerji alanında en önemli katkının güneş enerjisi olacağı öngörülmekte, güneş enerjisini ise rüzgar enerjisi izlemektedir. Hem sürdürülebilir olması hem maliyetinin göreceli düşük olması, bu gelişimin ana sebebidir.

Yenilenebilir enerji santral tipleri arasında en düşük risk GES'lerde. Yenilenebilir elektrik santral tipleri incelendiğinde GES'lerin en az risk yapısına sahip santraller olduğu görülmektedir. HES'lerde (Hidro Elektrik Santraller) elektrik üretimi yağmurun yağmasına oldukça duyarlı olduğundan üretim anlamında kuraklık riski HES'ler için en önemli risk unsuru olarak öne çıkmaktadır. RES'lerde ise rüzgarın esme zamanı ve şiddetini tahmin etmek oldukça zor olduğundan özellikle ertesi gün için verilen üretim tahminlerinde sapmalar görülebilmektedir. Bununla birlikte GES'lerde güneşlenme süresi büyük kesinlikle tahmin edilebildiğinden tahmin edilen üretim miktarı ile gerçekleşen arasında fark oldukça düşük seviyelerde gerçekleşmektedir. Bu nedenle RES ve HES'lerde enerji dengesizlik gideri GES'lere kıyasla daha yüksektir denilebilir. Ayrıca bakım & onarım ve işletim maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda özellikle JES (Jeotermal elektrik santralleri) olmak üzere diğer tüm yenilenebilir enerji santrallerinde bakım & onarım ve işletim maliyetleri GES'lere göre daha yüksektir. Özetle; GES'ler diğer yenilenebilir enerji santrallerine kıyasla hem yönetim açısından oldukça basit bir yapıya sahip düşük maliyetlerle işletilebilmekte hem de yenilenebilir enerji santralleri arasında en yüksek sabit fiyat garantisine sahip santral tipleridir.

İlerleyen dönemde artan kapasite ve yeni santral inşaları nedeniyle kapasitenin 2030 yılında 2,7 katına çıkması beklenmekte

Elektrik üretiminde yenilenebilir enerji kullanım oranının 2035 yılında %45-%50'ye, 2050 yılında %65-%85'e ulaşacağı öngörülmekte

Bakım & onarım ve işletim maliyetleri göz önünde bulundurulduğunda özellikle JES (Jeotermal elektrik santralleri) olmak üzere diğer tüm yenilenebilir enerji santrallerinde bakım & onarım ve işletim maliyetleri GES'lere göre daha yüksektir.

Riskler

Yatırım takvimindeki olası gecikmeler mevzuat değişiklikleri, santral bölgelerinde yaşanabilecek ve santralleri ya da bağlantıda olduğu elektrik hatlarını etkileyebilecek doğal afetler ile kurlarda beklenmedik aşağı yönlü hareketler temel riskler

YEKDEM sonrası elektrik fiyatları. YEKDEM sonrasında Şirket'in elektrik satış fiyatları piyasadaki arz talep dengesine göre oluşacaktır. YEKDEM süresi sonunda elektrik satış fiyatları projeksiyonda öngörülen rakamların altına inebilir. Bu durum Şirket değerini olumsuz etkileyebilir.

Mevzuat değişimi. Sistem kullanım bedeli EPDK tarafında belirlenmektedir. Gelecek yıllarda sistem kullanım bedeline yönelik yüksek artışlar kar marjlarını baskılayacağından Şirket değerini olumsuz etkileyebilir. Özetle; Şirket ve bağlı ortaklıklarının tabi olduğu mevzuatta ve özellikle elektrik satış tarifelerine ilişkin düzenlemelerde meydana gelebilecek değişiklikler sonucunda Şirket'in mali durumu olumsuz etkilenebilir ve bu durum şirketin kârlılığını düşürebilir.

Yatırımın gerçekleşmeme riski. Şirket, projeksiyonda 2027, 2028 ve 2030 yıllarında önemli bir kapasite artışı hedeflemektedir. Takvimde meydana gelebilecek tüm gecikmeler Şirket değerini olumsuz etkileyebilir.

Doğal afetler ve ekipman aksaklıkları. Santrallerin bulunduğu bölgelerde meydana gelebilecek afetler ekipmanlara zarar verebileceğinden elektrik üretiminde doğal afetler nedeniyle aksamalar meydana gelebilir. İfade edilen durumlar Şirket değerini olumsuz etkileyebilir. Güneş panellerinde meydana gelebilecek aksaklıklar üretim beklentilerini aşağı yönlü etkileyebilir.

Kur. Özellikle USD-TL kurunda meydana gelebilecek aşağı yönlü riskler ya da kurlarda meydana gelen enflasyon oranı altındaki artışlar Şirket gelirlerinin reel olarak gerilemesine sebep olabileceği gibi kar marjlarını da olumsuz etkileyebilir.

Rekabet. YEKDEM gibi düzenlemelerin getirdiği pozitif etki sonucunda enerji sektörüne yerli veya yabancı yeni şirketler giriş yapabilir ve artan rekabet ortamı sonucunda Şirket'in pazar payında, satış hacmi ve dolayısıyla kârlılığı olumsuz olarak etkilenebilir.

Teknolojik gelişim. Hızla gelişmekte olan ve Şirket ve bağlı ortaklıklarının faaliyet gösterdiği yenilenebilir enerji sektöründe teknolojik gelişmeler ve değişiklikler yaşanabilir. Yaşanan bu hızlı gelişim ve değişim neticesinde ileride rüzgâr enerjisi ve güneş enerjisi sistemlerine kıyasla daha ekonomik enerji kaynaklarının bulunması söz konusu olabilir. Bu ihtimalde, sektörde faaliyet gösteren şirketler bu durumdan olumsuz etkilenebilir.

Şirket Profili

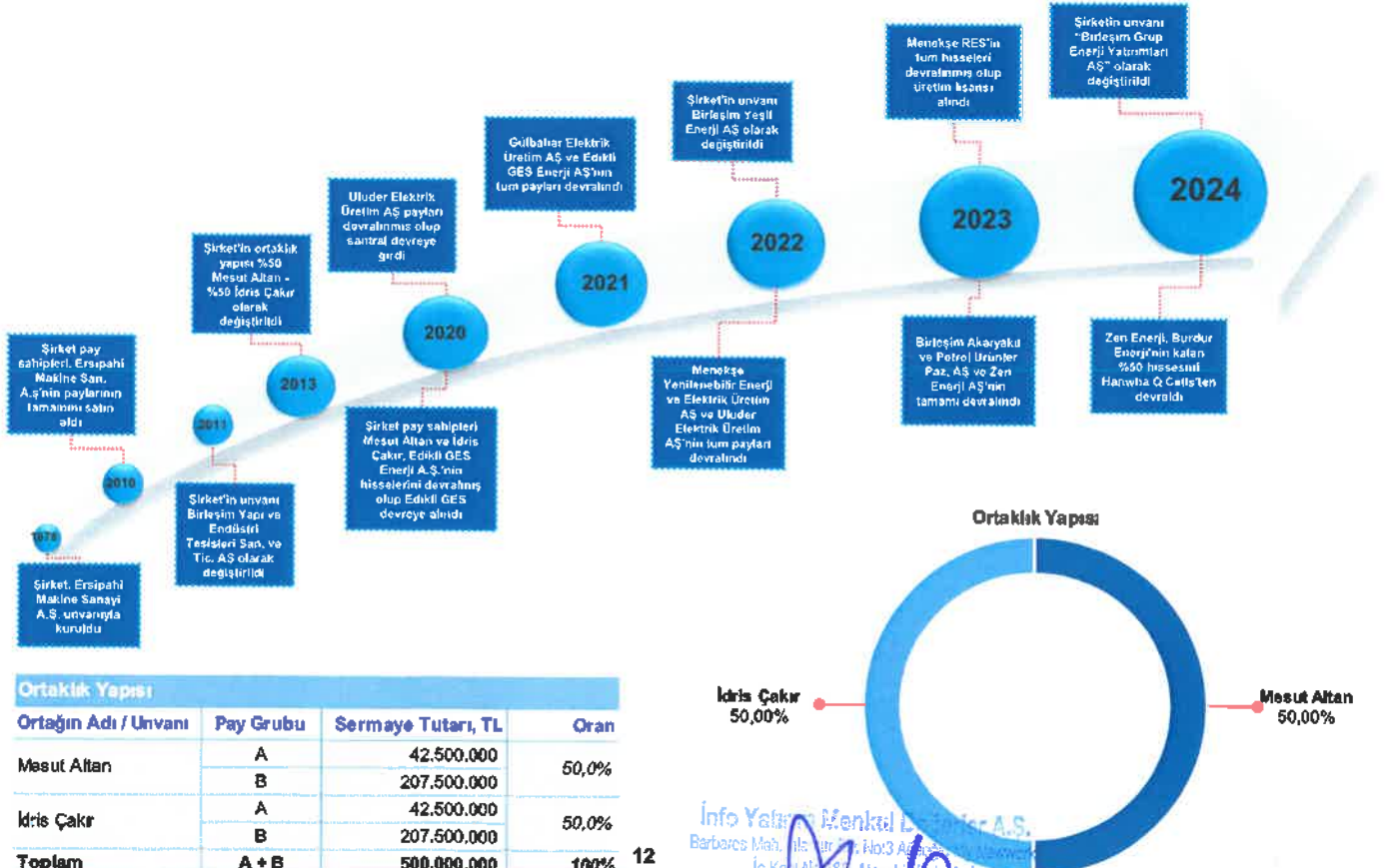
1978 yılında Ersipahi Makine Sanayi A.Ş. unvanıyla kurulan Şirket'in unvanı 2011'de Birleşim Yapı ve Endüstri Tesisleri Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi olarak, 2022'de Birleşim Yeşil Enerji A.Ş. olarak, 2024'te Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

Şirket, halihazırda bağlı ortaklıklarının sahip olduğu Güneş Enerjisi Santralleri ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmekte olup bir adet de Rüzgar Elektrik Santrali 2025 Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlayacaktır.

Şirket, Mesut Altan ve İdris Çakır tarafından doğrudan veya dolaylı olarak kontrol edilen şirketler vasıtasıyla, 20 yıldan fazla mühendislik, inşaat, madencilik ve otelcilik sektörlerinde faaliyet gösteren Birleşim Grup bünyesinde bulunmaktadır.

1978 yılında kuruldu. Şirket, Ersipahi Makina Sanayi A.Ş. unvanıyla 13.09.1978 tarihinde kurulmuştur. Şirket'in faaliyet konusu, enerji sektöründe güneş, rüzgâr, gelgit, dalga, hidroelektrik, hidrojen, biyokütle ve jeotermal ısı gibi yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik üretimi ve ARGE ile benzeri faaliyetlerde bulunan şirketler kurulması; bu tür faaliyetlerde bulunan şirketlere yatırım yapılması, iştirak edilmesi, ortak olunması; danışmanlık hizmeti verilmesi; yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması; üretilen elektrik enerjisinin ve kapasitenin her türlü müşteriye satılması, elektrik enerjisi üretimi sırasında ortaya çıkacak her türlü yan ürünün değerlendirilmesi, satışı ve pazarlanması; yurt içinde ve yurt dışında faaliyet gösteren güneş, rüzgâr, biyokütle, jeotermal, hidrolik, hidrojen, dalga enerjilerinde faaliyet gösteren enerji santrallerinin imalatının yapılması; elektrik enerjisi ya da kapasitesinin ve bunların finansal ürünlerinin ticaretinin yapılması; uluslararası enterkonneksiyon şartı oluşmuş ülkelere veya bu ülkelere elektrik enerjisi ihracatı veya ithalatı faaliyetlerinde bulunmak; yurt içinde ve yurt dışında bulunan elektrikli araçlar için şarj istasyonları kurulması, kiralanması ve işletilmesi; yenilenebilir kaynaklardan üretilen elektrik enerjisinin depolanması için üniteler ve tesisler kurulması, kiralanması, işletilmesi, geliştirilmesi ve bunların dağıtım sistemlerine bağlanması şeklindedir. Şirket, halihazırda bağlı ortaklıklarının sahip olduğu Güneş Enerjisi Santralleri (GES) ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmektedir. İşbu rapor tarihi itibarıyla Şirket bir adet Rüzgar Enerjisi Santrali (RES) üretim lisansına sahip bir şirketin %100 hissesinin sahibidir. Söz konusu RES'in yatırımını tamamlanmış olup 2025 yılı Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlanması hedeflenmektedir. Şirket bu minvalde yenilenebilir enerji alanındaki yatırımlarını artırmayı hedeflemektedir. Bunun yanı sıra Şirket, Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. unvanlı bağlı ortaklığı aracılığıyla akaryakıt satış işletmesine sahip olup akaryakıt satışı yapmaktadır. Şirket'in halihazırda toplam doğrudan ve dolaylı olarak 18 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bu şirketlerden 16 tanesi elektrik enerjisi üretimi (15 tanesi GES üretimi, 1 tanesi RES üretim lisansına sahip) ile iştigal etmekte olup bir tanesi de akaryakıt satışı ile iştigal etmektedir. Bunlara ek olarak bir tanesi de lisanssız GES santrallerini bünyesinde bulunduran çatı şirkettir. Şirket'in lisanslı elektrik üretimi yapan 3 adet ve lisanssız elektrik üretimi yapan 12 adet bağlı ortaklığı bünyesinde izlenen ve konsolide finansal tablolarının en önemli unsuru olan enerji santralleri YEKDEM'e tabi olup, elektrik enerjisi üretimi yapan bu santrallerin ürettiği elektriği 10 yıl boyunca USD cinsinden satma hakkı bulunmaktadır. Şirket'in doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla güneş enerjisi santrali toplam kurulu gücü (DC) 103,3 MWp'dir.

Ortaklık yapısı. Toplam 500.000.000 TL (beş yüz milyon Türk Lirası) değerindeki payların 250.000.000 TL'lik (iki yüz elli milyon Türk Lirası) kısmı Mesut Altan'a, kalan 250.000.000 TL'lik (iki yüz elli milyon Türk Lirası) kısmı İdris Çakır'a aittir.



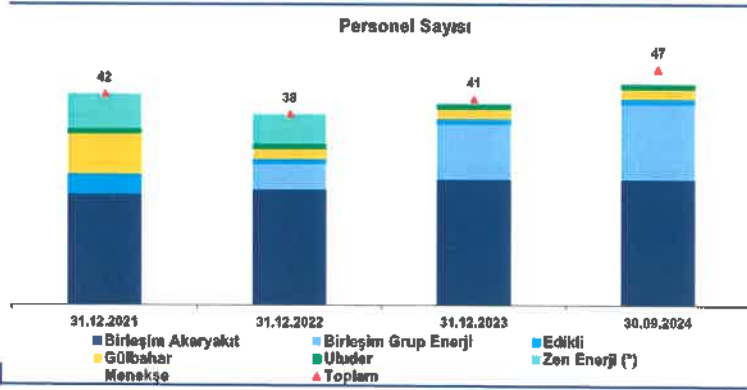
Şirket Profili

30.09.2024 itibarıyla 47 personelin 20'si mavi yakadır.

Şirket'in doğrudan ve dolaylı bağlı ortaklıklarının mevcut durum itibarıyla güneş enerjisi santrali toplam kurulu gücü (DC); 103,3 MWP'dir.

Personel sayısı. 2021 yıl sonunda 42 olan personel sayısı, 2022 yılında 38 kişiye gerilemiş, 30.09.2024 itibarıyla 47 kişiye yükselmiştir.

İştirakler ve bağlı ortaklıklar. Şirket, hali hazırda bağlı ortaklıklarının sahip olduğu Güneş Enerjisi Santralleri ile elektrik üretimi ve satışı gerçekleştirmekte olup Şirket, bir adet Rüzgar Enerjisi Santrali üretim lisansına sahip bir şirketin %100 hissesinin sahibidir. Söz konusu RES'in yatırımını tamamlanmış olup 2025 yılı Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlanması hedeflenmektedir. Bunun yanı sıra Şirket Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. unvanlı bağlı ortaklığı aracılığıyla akaryakıt satış işletmesine sahip olup akaryakıt satışı yapmaktadır. Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş., Başakşehir-İstanbul'da Opet bayisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket'in hali hazırda toplam doğrudan ve dolaylı olarak 18 adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır. Bu şirketlerden 16 tanesi elektrik enerjisi üretimi (15 tanesi GES üretimi, 1 tanesi RES üretim lisansına sahip) ile iştigal etmekte olup bir tanesi de akaryakıt satışı ile iştigal etmektedir. Bunlara ek olarak bir tanesi de lisanssız GES santrallerini bünyesinde bulunduran çatı şirkettir. Şirket'in lisanslı elektrik üretimi yapan 3 adet ve lisanssız elektrik üretimi yapan 12 adet bağlı ortaklığı bünyesinde izlenen ve konsolide finansal tablolarının en önemli unsuru olan enerji santralleri YEKDEM'e tabi olup elektrik enerjisi üretimi yapan bu santrallerin ürettiği elektriği 10 yıl boyunca USD cinsinden satma hakkı bulunmaktadır. Şirket'in 3 adet lisanslı elektrik üretimi yapan bağlı ortaklığının (Edikli A.Ş., Uluder A.Ş., Gülbahar A.Ş.) sahip olduğu güneş enerjisi santralleri ile yatırımı tamamlanan ve 2025 yılı Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlaması planlanan 1 adet bağlı ortaklığının (Menekşe A.Ş.) sahip olduğu RES 49 yıllık lisansa tabidir. Edikli A.Ş., Uluder A.Ş., Gülbahar A.Ş. ve Menekşe A.Ş.'nin üretim lisansları sırasıyla 16.01.2020, 07.03.2019, 16.02.2020 ve 04.05.2023 tarihinde alınmıştır. Şirket'in bir diğer bağlı ortaklığı olan Zen Enerji A.Ş., elektrik enerjisi üretimini lisanssız GES'lere sahip 12 adet bağlı ortaklığı aracılığıyla gerçekleştirmekte olup bu güneş enerjisi santrallerinin toplam kurulu gücü ise 48,087 MWP'dir. Edikli GES, Uluder GES ve Gülbahar GES, yerli ürün kullanımını destekleme mekanizması sayesinde ilk 5 yıl boyunca satış fiyatlarını baz fiyatın üzerine çıkarma hakkını elde etmiştir.



Fiyat Tespit Raporunda yıl sonu personel sayısı, Bağımsız Denetim Raporunda yıllık ortalama personel sayısı verilmiştir. Bu nedenle Fiyat Tespit Raporu ve Bağımsız Denetim Raporundaki personel sayıları farklılık gösterebilir.

* Zen Enerji personeli 2023 yılı Ekim ayı itibarıyla Birleşim Grup Enerji bünyesine katılmıştır.

Lisanslı Elektrik Üretim Santrallerine İlişkin Bilgiler			
Bağlı Ortaklık	Santralin Bulunduğu Mevki	DC Kurulu Güç (MWP)	AC Çıkış Güç (Mwe)
Edikli GES Enerji A.Ş.	Edikli/Niğde	15,23	10
Uluder Elektrik Üretim A.Ş.	Elbistan/Kahramanmaraş	15,82	10
Gülbahar Elektrik Üretim A.Ş.	Adilcevaz/Bitlis	24,19	16
Menekşe Yenilenebilir Enerji ve Elekt.Üretim A.Ş.	Yozgat/Sorgun	24	20

Lisanssız Elektrik Üretim Santrallerine İlişkin Bilgiler			
İ	Santral Adedi	Kurulu Güç (MWP)	Kurulu Güç (MWe)
Burdur	8	8,29	7,92
Eskişehir	9	10,09	8,42
İsparta	7	7,08	6,44
Kırıkkale	4	4,76	3,96
Kütahya	10	8,24	7
Uşak	8	9,63	7,89
Toplam	46	48,09	41,63

BİRLEŞİM GRUP ENERJİ SAHALARI



Şirket'in Bağlı Ortaklıklarının Sahip Olduğu Ges'lerin Üretim Hacimleri					
Üretim Yılı (MWh)	Edikli GES	Uluder GES	Gülbahar GES	Zen Enerji Grubu	Toplam
2021	23.488,67	24.098,38	36.453,96	76.210,20	160.251,21
2022	22.866,65	23.545,73	37.173,82	75.828,07	159.413,27
2023	23.777,42	23.103,71	31.785,57	72.976,99	151.643,69
2023/09	18.963,16	18.480,79	25.198,96	58.791,45	121.434,36
2024/09	17.893,04	18.458,50	28.368,61	62.819,22	127.539,37

Ticaret Unvanı	Faaliyet Alanı	Konum	Santralin Niteliği	Ortaklık Yapısı	Kurulu Güç (DC, MWp)	Lisans Durumu	Lisans Bitiş Tarihi	Satın Alma Tutarı	Satın Alma Tarihi
Edköl GES Enerji A.Ş.	Edköl Enerji, Niğde Merkez ilçesinde 15,2 MWp kurulu güneş sahilip güneş enerji santrali ile elektrik üretimi yapmaktadır.	Niğde	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	15,23	Lisanslı	28.02.2068	₺ 241.519.008	30.12.2021
Uluder Elektrik Üretim A.Ş.	Uluder Enerji Kahramanmaraş Afşin'de 15,82 MWp kurulu güneş sahilip güneş enerji santrali ile elektrik üretimi yapmaktadır.	Kahramanmaraş	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	15,82	Lisanslı	7.03.2068	₺ 385.000.000	30.11.2022
Gölbahar Elektrik Üretim A.Ş.	Gölbahar Enerji, Bitlis Adilcevaz'da 24,2 MWp kurulu güneş sahilip güneş enerji santrali ile elektrik üretimi yapmaktadır.	Bitlis	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	24,19	Lisanslı	16.01.2069	\$ 8.451.012	2.12.2021
Menekşe Yenilenebilir Enerji ve Elektrik Üretim A.Ş.	Menekşe Enerji RES rüzgar enerji üretim lisansına sahiptir.	Yozgat	Rüzgar Enerjisi Santrali	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	24,0	Lisanslı	21.04.2072	₺ 7.914.031 \$ 3.150.000	31.10.2022
Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş.	2020 yılında kurulmuş olup, İstanbul Başakşehir ilçesinde akaryakıt istasyonu işletmektedir.	İstanbul	-	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	-	-	-	₺ 18.000.000	12.09.2023
Zen Enerji A.Ş.	Zen Enerji 41,8 MW / 48,1 MWp kurulu güneş sahilip güneş enerji santrali ile üretim yapmaktadır.	İzmir, Burdur, Eskişehir, Kütahya, Uşak, Kırıkkale	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Birleşim Yeşil Enerji A.Ş.	-	-	-	₺ 281.801.934	10.10.2023
Aslanbey Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	16 Şubat 2015 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	5,17	Lisanssız	-	-	-
Aslanbey Güneş Enerji Ltd.Şti	25 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	1,19	Lisanssız	-	-	-
Avdan Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	23 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	4,34	Lisanssız	-	-	-
Burdur Enerji A.Ş.	7 Nisan 2014 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	8,29	Lisanssız	-	-	-
Danca Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	23 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	6,33	Lisanssız	-	-	-
Kıradan Güneş Enerji Ltd.Şti	16 Şubat 2014 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	1,19	Lisanssız	-	-	-
Kut 1 Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	23 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	0,82	Lisanssız	-	-	-
Rose Enerji A.Ş.	30 Ocak 2015 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	7,06	Lisanssız	-	-	-
Sarılar Enerji Ltd.Şti	28 Nisan 2015 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	1,19	Lisanssız	-	-	-
Sultandere Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	23 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	6,24	Lisanssız	-	-	-
Topaklı Enerji Ltd.Şti	28 Nisan 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	1,19	Lisanssız	-	-	-
Yoncalı Enerji Elektrik Güneş Enerjisi Üretimi Proje Pazarlama Dağıtım San.Tic.Ltd.Şti	22 Ağustos 2016 tarihinde kurulmuştur. Şirket başta güneş enerji santrali olmak üzere her türlü temiz enerji kaynağı faaliyeti ile iştirak etmektedir.	Eskişehir-Kütahya-Uşak	Güneş Enerjisi Santrali	%100 Zen Enerji A.Ş.	5,06	Lisanssız	-	-	-

Kaynak: Şirket

Şirket	Proje	Kabul Tarihi	YEKDEM Başlangıç Tarihi	YEKDEM Süresi	YEKDEM Bitiş Tarihi
Edikli	Edikli	3.07.2020	31.12.2020	10 Yıl	31.12.2030
Uluder	Uluder	28.08.2020	31.12.2020	10 Yıl	31.12.2030
Gülbahar	Gülbahar	31.12.2020	31.12.2020	10 Yıl	31.12.2030
Burdur	Burdur Proje	11.01.2016	11.01.2016	10 Yıl	10.01.2026
Aslanbey	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Avdan	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Darıca	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Kut1	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Sultandere	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Yoncalı	Kütahya Proje	25.05.2018	25.05.2018	10 Yıl	24.05.2028
Aslanbey	Eskişehir Proje	10.04.2019	10.04.2019	10 Yıl	9.04.2029
Avdan	Eskişehir Proje	10.04.2019	10.04.2019	10 Yıl	9.04.2029
Darıca	Eskişehir Proje	10.04.2019	10.04.2019	10 Yıl	9.04.2029
Sultandere	Eskişehir Proje	10.04.2019	10.04.2019	10 Yıl	9.04.2029
Yoncalı	Eskişehir Proje	10.04.2019	10.04.2019	10 Yıl	9.04.2029
Aslanbey	Uşak Proje	28.01.2019	28.01.2019	10 Yıl	27.01.2029
Avdan	Uşak Proje	28.01.2019	28.01.2019	10 Yıl	27.01.2029
Darıca	Uşak Proje	28.01.2019	28.01.2019	10 Yıl	27.01.2029
Sultandere	Uşak Proje	28.01.2019	28.01.2019	10 Yıl	27.01.2029
Yoncalı	Uşak Proje	28.01.2019	28.01.2019	10 Yıl	27.01.2029
Rose	Isparta Proje	26.04.2019	26.04.2019	10 Yıl	25.04.2029
Aslanbeyli	Kırkkale Proje	28.11.2018	28.11.2018	10 Yıl	27.11.2028
Kıravdan	Kırkkale Proje	28.11.2018	28.11.2018	10 Yıl	27.11.2028
Sarılar	Kırkkale Proje	28.11.2018	28.11.2018	10 Yıl	27.11.2028
Topaklı	Kırkkale Proje	28.11.2018	28.11.2018	10 Yıl	27.11.2028

Yönetim Kurulu

Mesut Altan YK Başkanı

- Mesut ALTAN, 1995'te Yıldız Teknik Üniversitesi Makina Mühendisliği Bölümünden mezun olmuş, 1995-2002 yılları arasında Cantes Klima Havalandırma Tesisat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.'nde Proje Koordinatörlüğü görevini üstlenmiştir. 2002 yılında bu firmadan ayrılıp mekanik sistem çözümleri üreten Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin kurucu ortağı olmuştur. Daha sonra, İdris ÇAKIR ile birlikte 2006 yılında Birleşim İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş., 2011 yılında Birleşim Makina Tarım Turizm Gayrimenkul Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş.'yi kurmuştur. 2014 yılında stratejik bir ortaklığa imza atarak elektrik taahhüt sektöründe öncü firmalardan biri olan Erde Mühendislik Sanayi ve Ticaret A.Ş.'nin %100'ünü satın alarak Birleşim Mühendislik ile birlikte sektörün ilkleri arasında yer alacak olan, elektromekanik taahhüt çözümleri üreten bir mühendislik grubu oluşturmuştur. 2016 yılında Ataşehir Park-Inn By Radisson Otel'i ni açarak otelcilik sektöründe yatırımlarını gerçekleştirmiştir. Yenilenebilir enerji alanında hizmet veren Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. çatısı altına, sırasıyla tümü lisanslı GES sahibi olan Edikli GES Enerji A.Ş., Uluder Elektrik Üretim A.Ş., Gülbahar Elektrik Üretim A.Ş., Zen Enerji A.Ş. ve Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. şirketlerini satın almıştır.

İdris Çakır YK Başkan Vekili

- İdris ÇAKIR, 1992 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi Makina Mühendisliği Bölümünden mezun olmuştur. 1995-2002 yılları arasında Cantes Klima Havalandırma Tesisat Sanayi ve Ticaret Ltd. Şti.'nde Proje Koordinatörlüğü görevini üstlenen İdris ÇAKIR, 2002 yılında bu firmadan ayrılıp mekanik sistem çözümleri üreten Birleşim Mühendislik firmasının kurucu ortağı olmuştur. İdris ÇAKIR, Mesut ALTAN ile birlikte 2006 yılında Birleşim İnşaat'ı, 2011 yılında Birleşim Makina'yı kurmuştur. 2014 yılında stratejik bir ortaklığa imza atarak elektrik taahhüt sektöründe öncü firmalardan biri olan Erde Mühendislik'in %100'ünü satın alarak Birleşim Mühendislik ile birlikte sektörün ilkleri arasında yer alacak olan, elektromekanik taahhüt çözümleri üreten bir mühendislik grubu oluşturmuştur. 2016 yılında Ataşehir Park-Inn By Radisson Otel'i ni açarak otelcilik sektöründe yatırımlarını gerçekleştirmiştir. Yenilenebilir enerji alanında hizmet veren Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş. çatısı altına, sırasıyla tümü lisanslı GES sahibi olan Edikli GES Enerji A.Ş., Uluder Elektrik Üretim A.Ş., Gülbahar Elektrik Üretim A.Ş., Zen Enerji A.Ş. ve Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. şirketlerini satın almıştır.

Levent Gülbahar YK Üyesi, Genel Müdür

- Levent GÜLBAHAR, 1980 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi Elektrik – Elektronik Fakültesi'nden Elektronik ve Haberleşme Mühendisi, 1982 yılında da aynı bölümden Yüksek Mühendis olarak mezun olmuştur. Kariyeri boyunca Siemens, İriform, Anel gibi firmalarda muhtelif yönetim kadrolarında görev almış, DMY şirketler grubunda İcra Kurulu üyesi, Canovate ve Desiba firmalarında da genel müdür olarak çalışmıştır. Levent GÜLBAHAR, GENSED – Güneş Enerjisi Sanayicileri ve Endüstrisi Derneğinin kurucu başkanıdır. 2019 yılında Birleşim Şirketler Grubu bünyesindeki Erde Mühendislik'te enerji yatırımları koordinatörü olarak göreve başlamış, 2020 yılında Edikli GES Genel Müdürü, 2022 yılında da Birleşim Grup Enerji Yatırımları'nda Genel Müdür görevine getirilmiş olup 2023 yılı Eylül ayı itibarıyla da Birleşim Grup Enerji Yatırımları'nda yönetim kurulu üyeliğine seçilmiştir.

R. Alev Dumanlı Bağımsız YK Üyesi

- Alev DUMANLI, 1987 yılında Ankara Üniversitesi Siyasal Bilgiler Fakültesi İktisat Bölümünden mezun olmuştur. 1988-1992 yılları arasında KPMG ve Deloitte firmalarında bağımsız denetim konusunda çalışan Alev DUMANLI, 1992-2017 yılları arasında Borsa İstanbul Kotasyon Bölümünde Sorumlu Yönetici olarak görev almıştır. Kotasyon Bölümünde şirketlerin halka arz sonrası Borsa'da işlem görmesi için yapılan başvuruların değerlendirilmesi, Borsa'ya kote olan şirketlerin Borsa İstanbul'un kotasyona ilişkin mevzuatı karşısındaki durumlarının değerlendirilmesi, kotasyona ilişkin mevzuatın Sermaye Piyasası Kanunu ve SPK düzenlemelerine uygun olarak yeniden hazırlanması, kamuyu aydınlatma ve kurumsal yönetim uygulamalarına yönelik çalışmalarından sorumlu olarak çalışmıştır. Halen Birleşim Mühendislik Isıtma Soğutma Havalandırma Sanayi ve Ticaret A.Ş., Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş., Sanifoam Endüstri ve Tüketim Ürünleri Sanayi ve Ticaret A.Ş., Lider Faktoring A.Ş.'de Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev almaktadır. Kurucusu olduğu Dumanlı Finansal Danışmanlık şirketinde halka arz, kurumsal yönetim, kamuyu aydınlatma ve diğer sermaye piyasası mevzuatı konularında danışmanlık hizmeti vermektedir. Alev DUMANLI, SMMM, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve Kurumsal Yönetim Derecelendirme Lisanslarına sahiptir.

Şener Oktik YK Üyesi

- Şener OKTIK, Ankara Üniversitesi'nden 1976 yılında "Fizikçi" ve 1977 yılında uygulamalı fizik alanında "Fizik Yüksek Mühendisi" olarak mezun olmuş, 1982 yılında Durham Üniversitesi (İngiltere), Uygulamalı Fizik ve Elektronik Bölümünden Doktora derecesini ve ardından uygulamalı katılabilir fizik alanında 1986 yılında Doçent ve 1995 yılında Profesör unvanlarını almıştır. Akademik kariyerinde öğretim üyesi, araştırmacı, kıdemli uzman araştırmacı ve yönetici, üst düzey yönetici olarak, uluslararası kurumlarda Durham Üniversitesi (İngiltere), Lecce Üniversitesi (İtalya), Stuttgart Üniversitesi (Almanya) ve ulusal kurumlarda Selçuk Üniversitesi (Konya), Muğla Sıtkı Koçman Üniversitesi'nde görev almıştır. Endüstride, kıdemli uzman bilim insanı, kıdemli uzman teknoloji ve üst düzey yönetici olarak, uluslararası (BP Solar Sunbury, Imperial Chemical Industries PLC Paints Division Slough, Industrial Research Labs of Durham University, Center for Solar Energy and Hydrogen Research Baden-Württemberg) ve ulusal (Anel Grup, Arkanlı Holding ve Şişecam) araştırma ve teknolojik geliştirme laboratuvarlarında görevler üstlenmiştir. Uygulamalı katılabilir fizik ve elektronik, özellikle fotovoltaik güneş enerjisi çevriminde malzeme bilimi, fotovoltaik güneş enerjisi hücreleri, modülleri ve sistemleri alanında akademik ve endüstriyel ölçekte kariyere sahip Prof. Dr. Şener OKTIK, 2020 yılının Nisan ayından bu yana Kadir Has Üniversitesi'nde tam zamanlı öğretim üyesi, Şişecam Topluğunda Yönetim Kurulu üyeliği görevlerini yürütmekte olup Güneş Enerjisi Sanayicileri ve Endüstrisi Derneği (GENSED) Onursal Başkanı'dır.

FAALİYET ÖZETİ

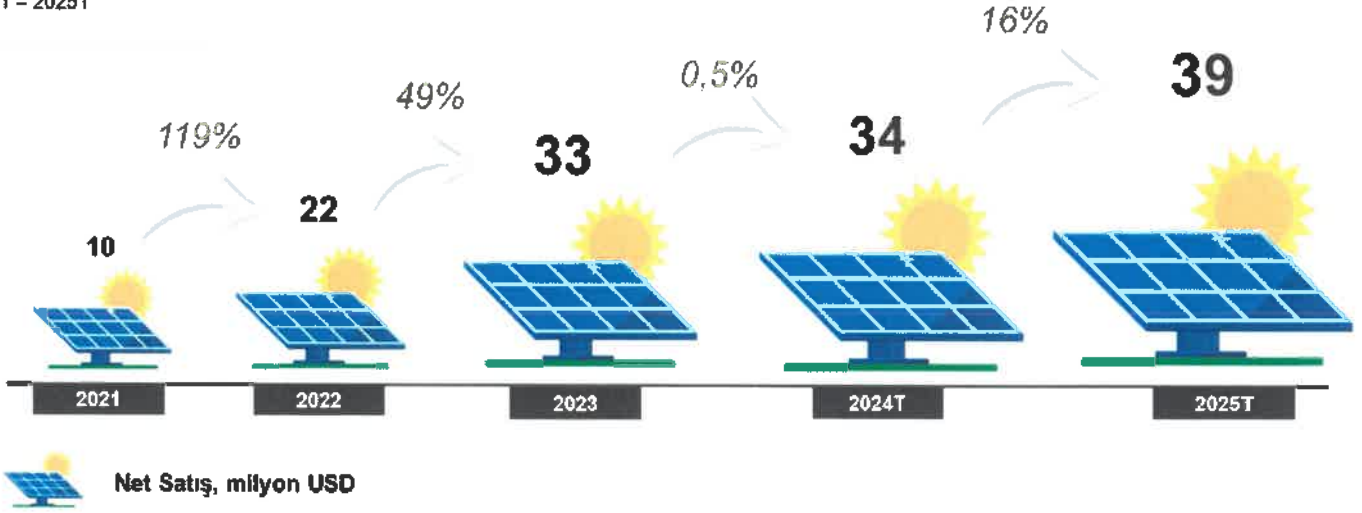
Ortaklık Yapısı & Künye	Faaliyet Alanları & Mali Veriler	Sektör																	
Ortaklık Yapısı 50,0% Mesut Altan 50,0% İdris Çakır	Şirket'in Santral Türleri ve Kurulu Gücü - Güneş Elektrik Santrali - 103,3 MWp Kurulu Güç - Rüzgar Elektrik Santrali - 24 MWp Kurulu Güç - Toplam Kurulu Güç: 103,28 MWp	Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında artarak 335,2 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %0,8 artarak 331,1 TWh olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 114.216 MW'a ulaşmıştır. 2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı: %28,2'si hidrolik enerji, %21,6'sı doğal gaz, %19,2'si kömür, %10,8'i rüzgâr, %16,4'ü güneş, %1,5'i jeotermal ve %2,4'ü ise diğer kaynaklar şeklindedir. Ülkemiz, mevcut coğrafi konumu nedeniyle önemli bir güneş enerjisi potansiyeline sahiptir. Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyel Atlasına (GEPA) göre, ortalama yıllık toplam güneşlenme süresi 2.741 saat (günlük 7,5 saat) olup ortalama yıllık toplam ışıma miktarı 1.527,46 kWh/m ² (günlük 4,2 kWh/m ²) olarak hesaplanmıştır. 2023 yılı sonu itibarıyla kaynak bazında kurulu güç ve üretim değerlerine göre toplam 107.050 MW kurulu güçte 11.691 MW güç ile %10,92, toplam 322.139.430,858 MWh üretimde ise 18.788.820,825 MWh ile %5,83'ünü GES oluşturmaktadır. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.																	
Künye Kuruluş: 1997 Faaliyet Alanı: Elektrik Enerjisi Üretimi Merkez: Ümraniye / İstanbul Çalışan Sayısı: 47	Mali Veriler <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>2024/09 4Ç</th> <th>2024T</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Net Satışlar</td> <td>33,2 m\$</td> <td>33,6 m\$</td> </tr> <tr> <td>EBITDA</td> <td>16,7 m\$</td> <td>16,3 m\$</td> </tr> <tr> <td>Net Kar</td> <td>20,4 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Özkaynak</td> <td>55,9 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> <tr> <td>Aktifler</td> <td>147,3 m\$</td> <td>m.d.</td> </tr> </tbody> </table>			2024/09 4Ç	2024T	Net Satışlar	33,2 m\$	33,6 m\$	EBITDA	16,7 m\$	16,3 m\$	Net Kar	20,4 m\$	m.d.	Özkaynak	55,9 m\$	m.d.	Aktifler	147,3 m\$
	2024/09 4Ç	2024T																	
Net Satışlar	33,2 m\$	33,6 m\$																	
EBITDA	16,7 m\$	16,3 m\$																	
Net Kar	20,4 m\$	m.d.																	
Özkaynak	55,9 m\$	m.d.																	
Aktifler	147,3 m\$	m.d.																	

4Ç: Son 4 çeyrek yıllıklandırılmış veri.

Info Yatırım Kurumsal Değerler A.Ş.
 Barbaros Mah. İnönü Cad. No: 100 Kat: 11. Kat
 İç Kapı No: 116 / Maslak / Beşiktaş / İstanbul
 Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 26.000.0007
 Mersis No: 0478003678700011

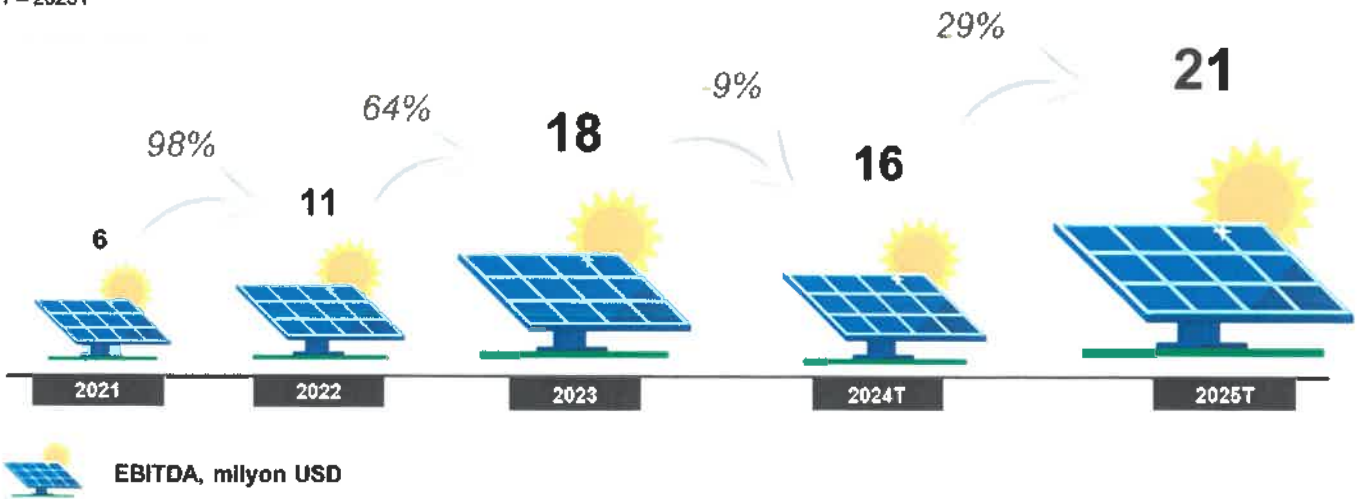
39% YBBO

2021 – 2025T



39% YBBO

2021 – 2025T



Satışlar

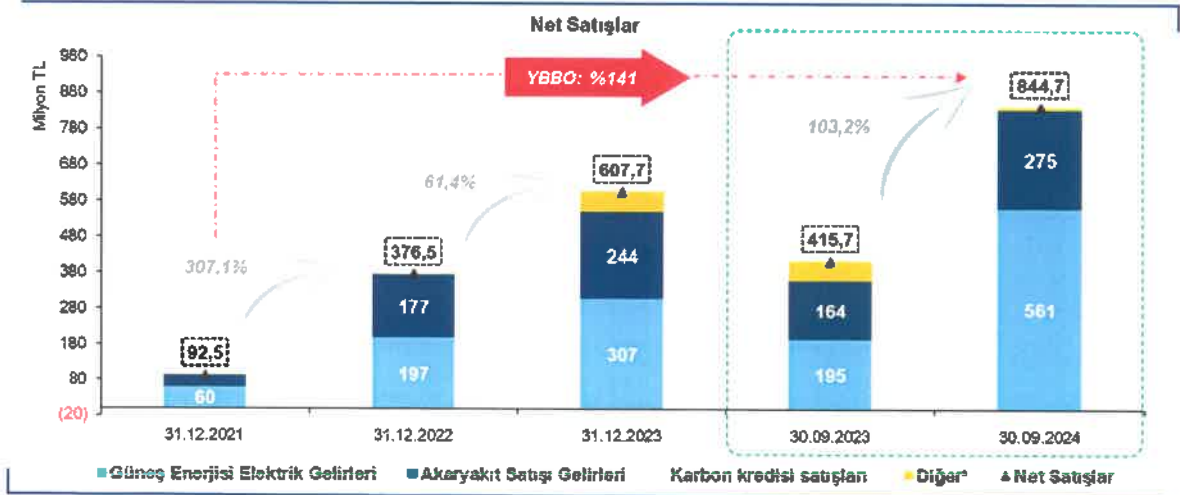
Satışlardaki genel görünüm. Şirket'in hasılatı ağırlıklı olarak elektrik satış gelirleri ve akaryakıt satış gelirlerinden oluşmaktadır. Birleşim Enerji Grubu'nda 3'ü lisanslı 12'si lisanssız olmak üzere 15 adet GES bulunmaktadır. Lisanslı GES'ler Niğde, Kahramanmaraş ve Bitlis illerinde, lisanssız GES'ler ise Uşak, Eskişehir, Burdur, Isparta, Kütahya ve Kırıkkale'de faaliyet göstermektedir. Anılan GES'lerde üretilen elektrik enerjisi, ulusal şebeke hattına bağlantı ve sistem kullanım anlaşmaları aracılığıyla verilmektedir. 2021 yılında 92,4 milyon TL olarak gerçekleşen hasılat tutarı 2022 yılında hem Gülbahar'ın hem de Başakşehir Petrofün satışlarının eklenmesi ve elektrik satış fiyatlarının ABD doları bazında olmasına bağlı olarak döviz kurundaki artış ile %307,1 oranında artış göstererek 376,5 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2023 yılında ise döviz kurundaki artış ile Zen Enerji Grubu'nun satın alınması sonucu toplam kurulu gücün yükselmesiyle ile %61,4 oranında artış göstererek 607,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 30.09.2024 döneminde Şirket'in hasılatı %103,2 artışla 844,7 m TL'ye yükselmiştir. Karbon Kredisi, sera gazı oluşmasına engel olan ya da sera gazı azaltımı yapan projelerin 1 Ton karbondioksit (CO2) karşılık olarak elde edilen karbon kredisi sertifikasına denir. Karbon Kredisi mekanizmaları ile sera gazı emisyon azaltan, çevresel ve sosyal fayda yaratan projelerin desteklenmesi hedeflenmektedir. 30.09.2024 döneminde Şirket, 1,9 m TL karbon kredisi satışı elde etmiştir. Karbon Kredisi, gönüllü karbon piyasalarında alınıp satılabilen, Karbon Ticareti yapılabilen varlıklar olarak da tanımlanabilir. Karbon Kredisi "1 ton CO2 eşdeğeri sera gazı salım azaltımını belirtmek için kullanılan emisyon azaltımı birimi" olup, sahibine 1 ton CO2 veya eşdeğeri sera gazı salım hakkı sağlayan, ticareti yapılabilir izin veya sertifikadır.

Şirket'in hasılatı, ağırlıklı olarak elektrik satış gelirleri ile akaryakıt satış gelirlerinden oluşmaktadır.

	Net Satışlar (TL)					
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2023	30.09.2024	YBBO
Güneş Enerjisi Elektrik Gelirleri	60.065.227	198.835.762	306.938.435	195.098.608	560.852.052	140,7%
Akaryakıt Satış Gelirleri	32.291.782	176.591.509	243.943.649	164.393.833	274.746.749	138,9%
Karbon kredisi satışları	-	-	-	-	1.924.645	a.d.
Diğer*	119.581	3.077.283	56.773.756	56.193.001	7.126.856	354,9%
Net Satışlar	92.476.590	376.504.554	607.655.840	415.685.442	844.650.302	140,8%
Değişim		307,1%	61,4%		103,2%	

Kaynak: Finansal tablolar, Bağımsız Denetim Raporu

* 30.09.2024 itibarıyla ilgili tutarın 5.113.540 TL'si Astanbey Enerji ve Sartlar Enerji'nin elektrik dağıtım şirketine yansıttığı enerji nakit hatlı inşaat maliyeti tutarından oluşmaktadır (30.09.2023: 53.738.800 TL'si, 31.12.2023: 57.738.800 TL'si Gülbahar Enerji'nin güneş panellerindeki arıza nedeniyle oluşan hasılat kaybı için tedarikçiden tahsil edilen tutardır.).



Hasılat (TL)	Satışların Coğrafi Kırılımı											
	31.12.2021	%	31.12.2022	%	31.12.2023	%	30.09.2023	%	30.09.2024	%		
Bitlis	-	-	85.203.796	22,6	157.333.135	25,9	130.436.390	31,4	129.083.398	15,2		
Niğde	30.117.434	32,6	54.183.899	14,4	81.470.688	13,4	60.822.611	14,6	79.606.738	9,9		
Kahramanmaraş	30.031.912	32,5	60.249.737	16,0	78.734.593	13,0	58.712.608	14,1	85.912.985	10,1		
Uşak	-	-	-	-	8.776.021	1,4	-	-	54.974.342	6,5		
Eskişehir	-	-	-	-	8.760.185	1,4	-	-	58.047.371	6,8		
Burdur	-	-	-	-	7.667.311	1,3	-	-	41.299.609	4,9		
Isparta	-	-	-	-	7.573.372	1,3	-	-	40.811.612	4,8		
Kütahya	-	-	-	-	7.185.324	1,2	-	-	47.203.580	5,6		
Kırıkkale	-	-	-	-	4.276.402	0,7	-	-	29.787.901	3,5		
Karbon Satışları	-	-	-	-	-	-	-	-	1.924.645	0,2		
İstanbul	32.327.244	35,0	176.466.759	46,9	244.456.063	40,2	164.265.492	39,5	274.089.584	32,3		
Diğer	-	-	401.363	0,1	1.423.746	0,2	1.648.341	0,4	1.808.557	0,2		
Toplam	92.476.590	100	376.504.554	100,0	607.655.840	100,0	415.685.442	100	844.650.302	100		

Satışlar

Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in elektrik satış gelirleri yıllık %140,7 bileşik büyüme göstermiştir.

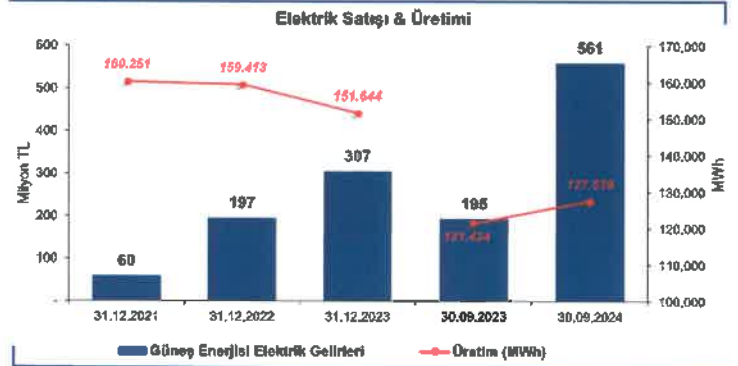
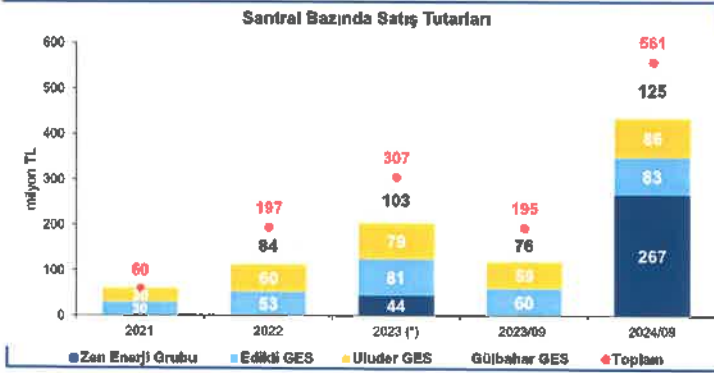
Elektrik üretim miktarı ve santral bazlı gelirler. Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in güneş enerjisi elektrik üretiminin ortalama %15'i Edikli GES'ten, %15'i Uluder GES'ten, %22'si Gülbahar GES'ten, %48'i ise Zen Enerji Grubu'ndan elde edilmiştir. Şirket'in elektrik üretim miktarı 2021'de 160.251 MWh olarak gerçekleşmiş olup 2022 yılında %0,5 gerileyerek 159.413 MWh olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 6 Şubat Kahramanmaraş merkezli deprem nedeniyle ilgili bölgelerdeki santrallerin elektrik imkanı olmasına rağmen iletim hatlarındaki yıkımlar sebebiyle şebekelere elektrik iletimi yapılamamasına bağlı olarak düşüş yaşanmış olup yıllık %4,9 gerileyerek 151.644 MWh olarak gerçekleşmiştir. 30.09.2024 döneminde ise, bir önceki yılın aynı dönemine göre üretim miktarı %5 artış göstererek 127.539 MWh olarak gerçekleşmiştir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla Piyasa Takas Fiyatı ise TL bazında (Aylık ağırlıklı ortalamaların ilgili dönemdeki aritmetik ortalamaları), 2022 yılında Rusya - Ukrayna Savaşı, Dolar/TL kurundaki artış ve emtia fiyatlamalarındaki olağanüstü artışlarla birlikte %402 artış göstermiş, 2023 yılında emtia fiyatlamalarındaki normalleşmeyle birlikte %12,7 gerilemiştir. 2024 Ocak-Eylül döneminde ise bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla TL bazında PTF fiyatları %12,2 düşüş göstermiştir.

Santral Bazında Satış Tutarları (TL)					
Üretim Yılı (TL)	Edikli GES	Uluder GES	Gülbahar GES	Zen Enerji Grubu	Toplam
2021	30.060.091	30.005.136	-	-	60.065.227
2022	53.130.388	59.565.105	84.140.269	-	196.835.762
2023 (*)	80.897.123	78.515.499	103.281.677	44.244.136	306.938.435
2023/09	60.114.046	58.538.558	76.446.004	-	195.098.608
2024/09	83.137.689	85.788.461	125.257.137	266.668.765	560.852.052

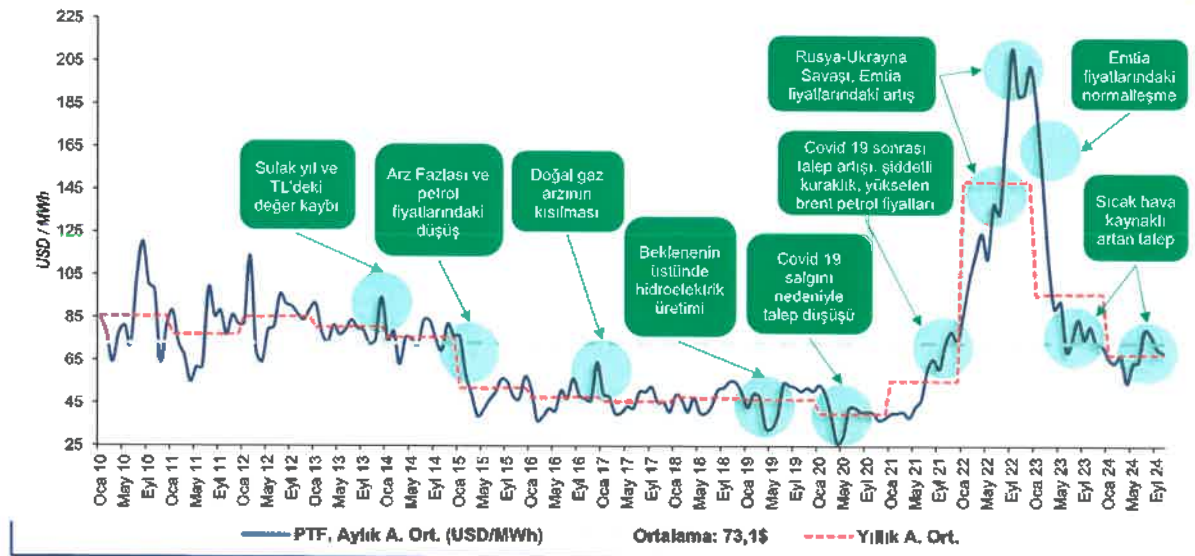
(*) Zen Enerji Grubu, 12.10.2023 tarihinde Birleşim Yeşil Enerji Grubu bünyesine dahil olduğundan, Zen Enerji Grubu'na ait 2023 yılı hasılat verileri, ilgili satın alım tarihinden 2023 yılı sonuna kadar gerçekleşen yaklaşık 3 aylık verilerdir.

Satış Tutarı & Üretim Miktarı & PTF Yıllık Değişimler			
	31.12.2022	31.12.2023	30.09.2024
Üretim Miktarı	(0,5%)	(4,9%)	5,0%
Elektrik Satış Gelirleri	55,9%	(36,4%)	187,5%
PTF (TL)*	402,0%	(12,7%)	(12,2%)

*Aylık ağırlıklı ortalamaların yıllık aritmetik ortalamaları alınarak hesaplanmıştır.



Aylık Ağırlıklı Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF) - USD/MWh



Kaynak: EPIAŞ, Info Yatırım

Finansal Analiz

Mali tablolara TMS-29 uygulanmamıştır

TMS-29. KGK tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan duyuru ve yayımlanan "Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Hakkında Uygulama Rehberi" ne istinaden geçerli para birimi yüksek enflasyonlu bir ekonominin para birimi olan işletmelerin, konsolide finansal tabloları da dahil olmak üzere, tüm temel finansal tablolarında TMS-29 uygulaması zorunludur. Bununla birlikte Birleşim Grup Enerji'nin fonksiyonel para birimi USD olması nedeniyle Şirket'in finansal tablolarına TMS-29 uygulama zorunluluğu bulunmamaktadır. Bu nedenle Birleşim Grup Enerji'nin finansal tablolarına TMS-29 uygulanmamıştır.

Şirket ve bağlı ortaklıklarının genel yapısı. Birleşim Grup Enerji Yatırımları A.Ş.'nin ("Birleşim Enerji") ana faaliyet alanı yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretim ve satışı olmakla birlikte Şirket bünyesine 2023 yılında kattığı Birleşim Başakşehir Akaryakıt ve Petrol Ürünleri Pazarlama A.Ş. ("Birleşim Petrol") aracılığı ile petrol istasyonu işletmeciliğinden de gelir elde etmektedir. Şirket elektrik enerjisi üretim ve satışını bağlı ortaklıkları olan Gülbahar Elektrik Üretim A.Ş. ("Gülbahar Enerji"), Edikli GES Enerji A.Ş. ("Edikli Enerji"), Uluder Elektrik Üretim A.Ş. ("Uluder Enerji") ve 2025 yılı Ocak ayı içerisinde elektrik satışına başlaması hedeflenen Menekşe Yenilenebilir Enerji ve Elektrik Üretim A.Ş. ("Menekşe Enerji"), Zen Enerji A.Ş. ("Zen Enerji") ve bağlı ortaklıkları vasıtası ile gerçekleştirmektedir. Birleşim Enerji'nin bağlı ortaklıkları arasında Zen Enerji, Gülbahar ve Menekşe hariç diğerlerinin tamamı ortak kontrole tabi şirket birleşmeleri gereği 2021, 2022 ve 2023 yılına ait finansallarda konsolide edilmektedir. Zen Enerji ise ortak kontrole tabi olmadığı için sadece satın alındığı yıl olan 2023/12 bilançosunda ve 2023 yılının son çeyreği olarak gelir tablosunda konsolide edilmektedir. Diğer bir ifade ile 2021 ve 2022 yılına ait finansal tablolarda Zen Enerji konsolide edilmemektedir. Bu nedenle 2022 yılı ile 2023 yılı finansalları arasındaki farkların önemli bölümü Zen Enerji'nin konsolidasyonundan kaynaklanmaktadır.

2024/09'da toplam aktifler 5 milyar TL'ye ulaştı

Genel görünüm. 2021 yılında 1,2 milyar TL olan aktifler 2022 yılında 1,7 milyar TL'ye 2023 yılında ise 4,1 milyar TL'ye 2024/09 döneminde ise 5,0 milyar TL'ye yükselmiştir. Aktiflerdeki artışın iki ana nedeni bulunmaktadır. Bunlar kur artışı nedeniyle oluşan değer artışları, 2023 yılında satın alınan ve portföyü tamamen GES'lerden oluşan 48,2 MW kurulu güce sahip Zen Enerji'nin konsolidasyona tabi olmaya başlaması ve Menekşe RES için yapılmaya başlanan yatırım harcamalarıdır. Aktifler incelendiğinde diğer enerji şirketlerinde olduğu gibi aktiflerin önemli bölümünün santrallerin mekanik ekipmanlarının takip edildiği maddi duran varlıklardan oluştuğu görülmektedir. Maddi duran varlıkların aktif payı son üç yılda %85 civarındadır. Aktiflerde maddi duran varlıklardan sonra en büyük kalemler maddi olmayan duran varlıklardır. Maddi olmayan duran varlıklar ise santrallerin lisans bedelleri ve ortak kontrole tabi olmayan santrallerin satın alınması esnasında oluşan şerefiyelerden meydana gelmektedir. Pasifler kısmının büyük bölümünün santral ekipmanlarının satın alınması esnasında kullanılan kredilerden ve özkaynaklardan oluştuğu görülmektedir. Diğer kalemler ise Şirket genel olarak santrallerden meydana geldiği için oldukça düşük tutarlardadır. Bunun nedeni özellikle GES'lerin oldukça düşük işletme sermayesi gereksinimi ile faaliyet göstermeleridir.

2024/09'de aktif toplamının %5,7'si nakit ve benzerlerinden oluşmakta

Nakit ve nakit benzerleri. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 2021, 2022, 2023 ve 2024/09 yıllarında sırası ile 44,6 mın TL, 40,6 mın TL, 176,2 mın TL ve 284,6 mın TL olarak gerçekleşmiştir. Nakit ve nakit benzerlerinin aktife oranı sırası ile %3,7, %2,4, %4,3 ve %5,7 olup büyük bir bölümü vadesiz mevduatta TL olarak tutulmaktadır. Nakit ve nakit benzerlerindeki artış kur artışı nedeniyle artan TL karlılık ve Zen Enerjinin konsolidasyonu kaynaklıdır.

Ticari alacak petrol ve enerji satışlarından kaynaklanmakta

Ticari alacaklar. Petrol satışlarının tamamı peşine yakın olduğu için ticari alacakların tamamına yakını elektrik satışından kaynaklanmaktadır. 2021 yılında 3,2 mın TL olan ticari alacakların 2022 yılında 13,2 mın TL, 2023 yılında 57,7 mın TL ve 2024/09 döneminde 128,8 mın TL'ye ulaştığı görülmektedir. Ticari alacaklardaki artışın en önemli nedeni kur artışı ve 2023 yılında konsolidasyona tabi olan Zen Enerji'dir. Normal şartlar altında lisanslı santraller elektrik satışlarını EPIAŞ'ye gerçekleştirilirken satış geliri üretim tahmininin yapıldığı gün tahsil edilmektedir. Bu nedenle lisanslı santrallerden kaynaklı ticari alacaklar düşük seviyelerdedir. Bununla birlikte Zen Enerji bünyesindeki lisansız santraller ürettikleri elektriği EDAŞ'a satmaktadır. EDAŞ'a yapılan satışlarda ise tahsilat süresi daha uzundur bu nedenle Zen enerji kaynaklı satışlardan oluşan ticari alacak lisanslı santrallerden kaynaklı ticari alacağa kıyasla daha fazladır. Dolayısıyla Zen Enerji'nin 2023 yılında konsolidasyona tabi olması da ticari alacak rakamının 13,2 mın TL'den 88,6 mın TL'ye çıkmasının bir diğer nedenidir.

Finansal Analiz

Carl dönemde ilişkili taraf diğer alacağı oldukça düşük seviyede

Kısa vadeli diğer alacaklar. Diğer alacak rakamı 2021 yılında 4,6 mn TL, 2022 yılında 0,4 mn TL, 2023 yılında 6,0 mn TL ve 2024/09 döneminde 5,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılındaki 4,6 mn TL alacağın tamamı ortaklardan alacak rakamından oluşmaktadır. 2024/09 dönemindeki 5,2 mn TL alacağın yaklaşık 4,7 mn TL'si Başakşehir Emlak Turizm Gayrimenkul A.Ş.'den kaynaklanmaktadır.

Stoklar. 2020 yılında 1,3 mn TL olan stoklar 2022 yılında 2,3 mn TL, 2023 yılında 3,9 mn TL ve 2024/09 döneminde ise 3,1 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. Enerji santrallerinden kaynaklı stok miktarı sifıra yakın olup ilgili stok tutarı Birleşim Petrol'ün faaliyetin sürekliliği için stoklarda bulundurduğu petrolden kaynaklanmaktadır. Artışın nedeni ile kurlarda meydana gelen yükseliştir.

Diğer dönen varlıklar. 2021 yılında 24,7 mn TL olan diğer dönen varlıklar 2022 yılında 4,8 mn TL, 2023 yılında 4,7 mn TL ve 2024/09 döneminde 18,0 mn TL olarak gerçekleşmiştir. Diğer dönen varlıkların tamamı devreden KDV'lerden meydana gelmektedir. 2021 yılında yüksek olmasının nedeni Edikli enerji için yapılan yatırım harcamalarıdır. Edikli yatırımı sonrası KDV zamanla tahsil edilerek 4 mn TL seviyelerine kadar inmiştir. Kalan KDV'nin oluşma sebebi ise Birleşim Petrol vasıtası ile alım satımı yapılan petrol kaynaklıdır. 2024/09 döneminde devreden KDV tutarının 18,0 mn TL'ye yükselmesinin nedeni ise Menekşe RES için yapılmaya başlanan yatırım harcamalarından doğan KDV ödemeleridir.

Stokların büyük bölümü petrol istasyonun faaliyet sürekliliği için satın aldığı petrollerden oluşmakta

Uzun vadeli diğer alacaklar. Uzun vadeli diğer alacaklar 2021 ve 2022 yıllarında çok düşük seviyelerde olup 2023 yılında ve 2024/09 döneminde sırasıyla 1,5 ve 7,8 mn TL'ye yükselmiştir. Diğer alacaklar verilen teminatlardan oluşmaktadır.

Yatırım amaçlı gayrimenkuller. Birleşim Enerji 2022 yılında faaliyet alanını yenilenebilir enerji üretimine dönüştürmeden önce bina inşası, alımı ve satımı ile iştigal etmekteydi. Faaliyet alanının değiştirilmesi sonrasında Şirket elinde olan gayrimenkulleri satmaya başlamıştır. Bu nedenle 2021 yılında 23,5 mn TL değerinde olan yatırım amaçlı gayrimenkuller zamanla satılarak 2023 yılında tamamen sıfırlanmıştır.

Maddi duran varlıklardaki artışı en önemli nedeni kur artışı ve 2023 yılında konsolidasyona tabi olan Zen Enerji satın alımı

Maddi duran varlıklar. 2021 yılında 1 milyar TL olan maddi duran varlıklar 2022 yılında 1,5 milyar TL'ye 2023 yılında 3,5 milyar TL'ye ve 2024/09 döneminde 4,2 milyar TL'ye yükselmiştir. Yıllar itibarı ile gerçekleşen artışlarda yeniden değerlemenin etkisi bulunmamaktadır. Artıştaki ana etken 2021 yılında USD bazlı finansal tablolara geçilmesi nedeniyle artan kura bağlı olarak gerçekleşen yabancı para çevrim farkları ve işletme birleşmeleridir. Özellikle 2023 yılındaki artışın en büyük nedeni ortak yönetim kapsamındaki şirket birleşmeleri kapsamına girmeyen 48,2 MW kurulu güce sahip Zen Enerjinin bünyeye katılmış olmasıdır.

Maddi olmayan duran varlıklar. Aktiflerde maddi duran varlıklardan sonra en büyük kaleme maddi olmayan duran varlıklardır. Maddi olmayan duran varlıklar ise santrallerin lisans bedellerinden meydana gelmektedir. Ortak kontrole tabi olmayan santrallerin satın alınması esnasında oluşan özkaynak üstü bedeller lisans bedeli olarak kaydedilmiştir. 2021 yılında 68,9 mn TL olarak kaydedilen maddi olmayan duran varlıklar yabancı para çevrim farkları ile Edikli Enerji, Gülbahar enerji ve Uluder Enerji'nin lisans bedelleri için EPDK'ya ödenen tutarlardan dolayı 2022 yılında 134,7 mn TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında ise Zen Enerjinin satın alınması nedeniyle oluşan şerefiye ve yabancı para çevrim farkları nedeniyle maddi olmayan duran varlıklar 301,8 mn TL seviyesine 2024/09 döneminde ise kur artışlarının ve amortismanın bileşik etkisi ile 344,2 mn TL'ye ulaşmıştır.

Maddi olmayan duran varlıkların tamamına yakını santral lisansları ile söz konusu santrallerin satın alımı esnasında ödenen şerefiyelerden oluşmakta

Finansal borçlar. Kısa ve uzun vadeli kredilerin kısa vadeli kısımlarının toplamı 2021 yılında 86,5 mn TL'den 2022 yılında 167,5 mn TL'ye 2023 yılında 561,7 mn TL'ye ve 2024/09 döneminde 712,8 mn TL'ye yükselmiştir. Uzun vadeli krediler ise 2021 yılında 514,2 mn TL'den 2022 yılında 584,4 mn TL'ye 2023 yılında 1.633 mn TL seviyesine ve 2024/09 döneminde ise 1,962 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Finansal kredilerde meydana gelen bu artışın nedeni kur artışı nedeniyle USD bazlı kredilerin TL karşılıklarının artması, Zen Enerji'nin 2023 yılında konsolidasyona tabi olması nedeniyle Zen Enerjinin kredilerin bünyeye girmesi ve Zen Enerji'nin satın alımı için kullanılan kredilerdir. Ayrıca Menekşe RES yatırımı finansmanında 11 mn dolar banka kredisi ve leasing kullanımı da borç artışında etkili olmuştur.

Finansal Analiz

Diğer borçların tamamına yakını santral alımları esnasında oluşan ortaklara borçlardan meydana gelmekte

Sermaye son iki yıl içerisinde 6 mn TL'den 500 mn TL'ye yükselirken artışın önemli bölümü ortaklara borçların sermayeye eklenmesi kaynaklıdır

2024/09'da 1,9 milyar TL özkaynaklar

Ticari borçlar. 2021 yılında 32,0 mn TL olan ticari borç tutarı 2022 yılında 34,9 mn TL'ye yükselmiş 2023 yılında 26,8 mn TL'ye gerilemiş 2024/09 döneminde ise 102,7 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılında ticari borçların 10,6 mn TL'si Birleşim İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ye olan ve santral inşaatı kapsamında oluşan borçlardan meydana gelmektedir. Ticari borçların kalan kısımlarının önemli bölümü ise Birleşim Petrol'ün faaliyeti gereği Opet ve Aygaz'a olan borçları ile enerji santrallerinin bakım, onarım ve sigorta gideri kaynaklı borçlarından meydana gelmektedir. 2024/09 döneminde Ticari borçlarda gerçekleşen artış Menekşe RES panel yatırımı ve santral yapılımları ile ilişkili borçlanmalardan kaynaklanmaktadır.

Diğer borçlar. Diğer borçların tamamına yakını ortaklara olan borçlardan meydana gelmektedir. Ortaklara borçların oluşma nedeni ise 2021'de Edikli Enerji'nin, 2022'de Uluder Enerji'nin 2023'de ise Birleşim Petrol'ün ortaklardan satın alınmasıdır. İfade edilen satın alımlar nedeniyle 2021 yılında 345,3 mn TL olan ortaklara borç tutarı 2022 yılında 592,3 mn TL'ye yükselmiş 2023 yılında ise söz konusu borç tutarı borcun 360 mn TL'sinin sermayeye eklenmesi sonucu 273,8 mn TL'ye gerilemiştir. 2024/09 döneminde ise ortaklara borç tutarı borcun bir kısmının geri ödenmesi ile 266,6 mn TL'ye kadar gerilemiştir.

Ertelenmiş gelirler. 2021 yılında 4,6 mn TL olan ertelenmiş gelirler 2022 yılında 4,6 mn TL'ye seviyesinde kalmış 2023 yılında ise 11,3 mn TL seviyesine yükselmiştir. Ertelenmiş gelirler genel olarak henüz faturası kesilmediği halde EPIAŞ'tan yapılan tahsilatlardan meydana gelmektedir. 2023 yılında meydana gelen yükselişin nedeni ise Zen Enerji'nin konsolidasyonudur. Söz konusu rakam 2024/09 döneminde ise 13,7 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Diğer kısa vadeli yükümlülükler. 2021 yılında 39 bin TL olan tutar 2022 yılında 2 mn TL'ye 2023 yılında ise 50,7 mn TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında meydana gelen yükselişin nedeni Zen Enerji'nin KDV ve vergi borçlarıdır. Söz konusu rakam 2024/09 döneminde ise 44,8 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir.

Özkaynaklar. Şirket'in ana ortaklığa ait özkaynakları 2021 yılında 176,9 mn TL'den 2022 yılında 241,1 mn TL'ye 2023 yılında ise 1.455,4 mn TL seviyesine yükselmiştir. İfade edilen artışın en önemli nedenleri sermayenin ortaklara borçların sermayeye eklenmesi ile 6 mn TL'den 500 mn TL seviyesine yükselmesi, kur artışı nedeniyle oluşan yabancı para çevrim farkları, artan karlılık ve 2023 yılında konsolidasyona tabi olmaya başlayan Zen Enerji satın alımıdır. Özkaynaklar içerisinde yer alan ortak kontrole tabi işletme birleşmeleri kalemi 2021 yılında (-)210,9 mn TL'den 2022 yılında (-)595,9 mn TL'ye 2023 yılında (-)613,9 mn TL seviyesine ulaşmıştır. İfade edilen kalemler Edikli Enerji, Uluder Enerji ve Birleşim Petrol'ün satın alınması sırasında oluşmuş ve kümüle olarak artmıştır. 2024/09 döneminde özkaynaklar 2023 yılına göre yaklaşık 453 mn TL artarak 1,9 milyar TL seviyesine ulaşmıştır. Artışın nedeni kur artışı nedeniyle özellikle maddi duran varlıkların kayıtlı değerlerinde meydana gelen yükseliş ile dönem karıdır. Ayrıca Burdur Enerji'nin tamamının satın alınması ile kontrol gücü olmayan paylar kaleminde 2023/12'de görülen 45,3 mn TL 2024/09 finansallarında sıfırlanmıştır. Bu durum da özkaynaklardaki artışın bir diğer nedenidir.

Finansal Analiz

Satışlar 2023 yılında 607 mn TL'ye ulaşırken söz konusu artışın nedeni kurlardaki yükseliş ve 2023'de konsolidasyon kapsamına alınan Zen Enerji satışlarıdır

SMM'nin önemli bölümü akaryakıt maliyetlerinden meydana gelirken sonraki en büyük kalemler ise amortisman giderleridir

Edikli ve Uluder Enerji'nin satın alınması sırasında oluşan TL bazlı ortaklara borçlar rakamı fonksiyonel para biriminin USD olması nedeniyle kur artışlarına bağlı olarak kur farkı geliri oluşturmuş ve bu gelir esas faaliyetlerden diğer gelirlerin büyük bölümünü oluşturmaktadır

Net satışlar. Şirket'in hasılatı elektrik satış gelirleri ile akaryakıt satış gelirlerinden oluşmaktadır. Hasılat 2021, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla 92,4 milyon TL, 376,5 milyon TL ve 607,7 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2021 yılında 92,4 milyon TL olarak gerçekleşen hasılat tutarı 2022 yılında Gülbahar'ın satışlarının eklenmesi ve elektrik satış fiyatlarının ABD doları bazında olmasına bağlı olarak döviz kurundaki artış ile %307,1 oranında artış göstererek 376,5 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2023 yılında ise döviz kurundaki artış ile Zen Enerji Grubu'nun satın alınması sonucu toplam kurulu gücün yükselmesiyle ile %61,4 oranında artış göstererek 607,7 milyon TL'ye yükselmiştir. Bağımsız denetçi tarafından hazırlanan proforma gelir tablosuna göre Zen Enerji 2023 yılı başından itibaren konsolide olsaydı 2023 yılı hasılatı 796 milyon TL olacaktı. Zen Enerjinin satın alımı 2023 Ekim ayında gerçekleştiği ve ortak kontrole tabi şirket birleşmesi hüviyetinde olmadığı için bağımsız denetim raporunda görülen 2023 satış rakamları Zen Enerji'nin sadece satın alım tarihi sonrası oluşturduğu croyu kapsamakta yılın tamamını kapsamamaktadır. Bu açıdan bakıldığında 2024/09 satış rakamları içerisinde Zen Enerji'nin gelirleri yer almakta olup 2023/09 gelirlerinde söz konusu satış rakamları bulunmamaktadır. Dolayısıyla 2024/09 döneminde elde edilen 844,6 mn TL'lik satış rakamının 2023/09 dönemindeki 415,7 mn TL'lik rakamın %104 oranında üzerinde olmasının nedeni Zen Enerji'nin 2023/09'da konsolidasyona tabi değilken 2024/09'da konsolidasyona tabi olması ve kurlardaki artıştır.

Satışların maliyeti. Elektrik üretim şirketlerinde satışların maliyeti; amortisman, elektriğin dağıtımı için dağıtım şirketlerine ödenen iletim bedeli, dengesizlik firmalarına ödenen dengesizlik yönetim bedeli ve santralin çalışması için yapılan diğer giderlerden oluşmaktadır. Başakşehir Petrol'de satışların maliyeti ise büyük oranda akaryakıt maliyetinden oluşmaktadır. 2023 tarihi itibarıyla Grubun satışların maliyetinin %60'ı akaryakıt maliyetinden, %25'i amortisman giderinden, %8'i ise elektrik dağıtım giderlerinden oluşmaktadır. Satışların maliyeti 2021 yılında 45,9 milyon TL iken 2022 yılında Gülbahar'ın konsolide edilmesi sebebiyle 2021 yılına göre %415,2 oranında artarak 236,6 milyon TL gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise daha stabil bir görüntü ile %58,3 oranında artış ile 374,6 milyon TL seviyesine ulaşmıştır. 2023/09 döneminde Zen Enerjinin konsolidasyonu ve kur artışının etkisi ile %126 oranında artarak 523,4 mn TL seviyesine ulaşmıştır. Brüt kar marjı 2023/09 döneminde %44,3 olarak gerçekleşirken 2024/09 döneminde bünyesinde lisansız GES santralleri bulunan ve lisanslı GES'lere göre daha düşük kar marjlarına sahip Zen Enerji'nin konsolidasyonunun etkisi ile %38,3 seviyesine inmiştir.

Faaliyet giderleri. 2021 yılında 5,5 mn TL olan yönetim giderleri 2022 yılında 6,6 mn TL 2023 yılında ise 18,2 mn TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2021 yılının Aralık ayında bünyeye katılan Gülbahar enerji nedeniyle personel ve danışmanlık giderleri enflasyonun üzerinde artmış olmasına rağmen vergi ve diğer giderlerde meydana gelen azalmalar nedeniyle genel yönetim giderlerindeki artış sınırlı kalarak 6,6 mn TL seviyesine yükselmiştir. 2023 yılında ise satın alınan Zen Enerji nedeniyle konsolidasyon ve kur artışının etkisi ile genel yönetim giderleri 18,2 mn TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında özellikle personel giderlerinde görülen artışın bir diğer nedeni 2023 yılı içerisinde yapılan çift zamlar ve yeni atanan yönetim kurulu üyelerine yönelik yapılan maaş ödemeleridir. 2023/09 döneminde faaliyet giderleri 8,4 mn TL seviyesinde oluşurken söz konusu rakam 2024/09 döneminde %377 oranında artarak 40,1 mn TL seviyesine yükselmiştir. İfade edilen yükselişin ana nedeni Zen Enerji'nin konsolidasyonu ve enflasyondur.

Esas faaliyetlerden diğer gelirler. Esas faaliyetlerden diğer gelirler büyük oranda kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır. Grup, raporlama para birimi olarak ABD Dolarını seçmiştir. ABD Doları dışında kalan para birimlerindeki vartık ve yükümlülüklerin ABD Doları kuru karşısındaki değişimlerinden kaynaklı kur farkı geliri veya gideri oluşmaktadır. 2021 yılında Edikli ve Uluder şirketlerinin satın alımları sebebiyle ortaklara TL cinsinden yüksek tutarlı borçlanılmasından ve dolar kuru yükseldikçe TL cinsinden borcun dolar cinsinden karşılığının azalmasından dolayı 44,6 milyon TL olarak gerçekleşen kur farkı gelirleri 2022 yılında Uluder şirketinin satın alınmasından dolayı ortaklara TL cinsinden borcun artmasının etkisi ile kur farkı %222,3 artışla 143,7 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023 yılında aynı sebeple %150,5 artarak 359,9 milyon TL olmuştur. Şirket ortakları, şirketin döviz cinsinden borcunun artmasını önlemek adına şirket satışlarında TL cinsinden borçlanma yoluna gitmiştir. Ortaklara TL cinsinden borçların 360 milyon TL'si sermayeye ilave edilmiştir. 2023/09 döneminde 280,6 mn TL olarak gerçekleşen esas faaliyetlerden diğer gelirler kur farkı gelirinde gerçekleşen düşüşün etkisi ile 2024/09 döneminde 65,2 mn TL seviyesine inmiştir.

Finansal Analiz

Tüm dönemlerde esas faaliyetlerden nette gelir yazılmakta

Zen Enerji'nin satın alımı sırasında oluşan pazarlıklı satın alma kazancının önemli etkisi ile net dönem karı 2022 yılındaki 233,9 mn TL seviyesinden 2023 yılında 776,5 mn TL'ye yükselmiştir.

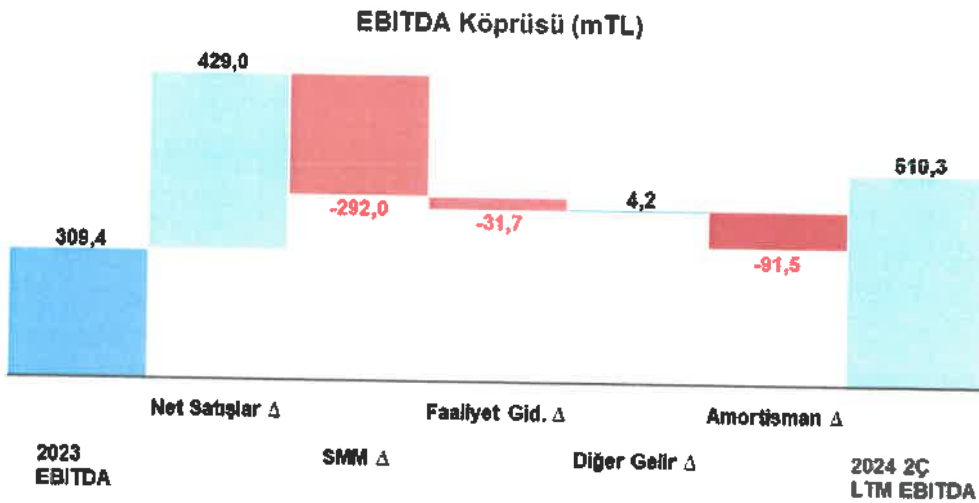
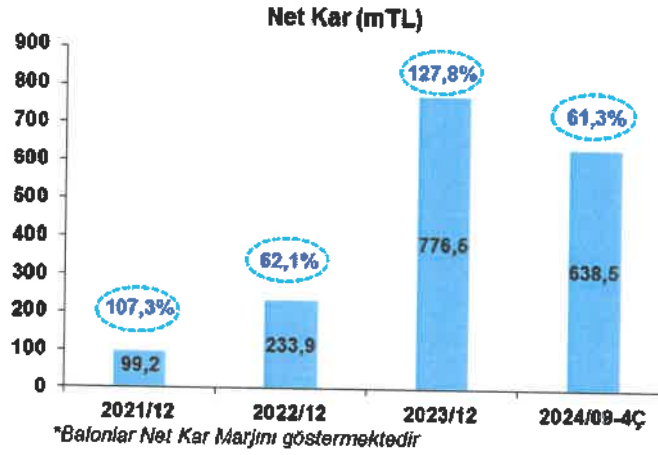
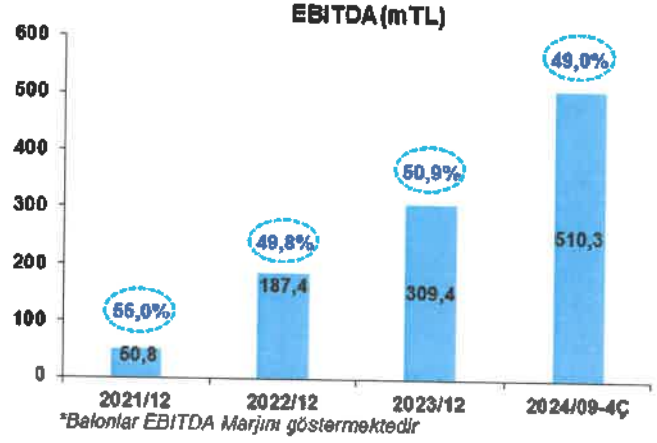
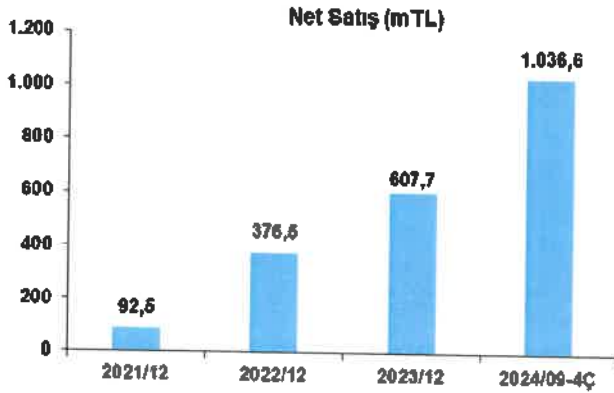
Esas faaliyetlerinden diğer giderler. Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler büyük oranda kur farkı giderlerinden oluşmaktadır. 2021, 2022 ve 2023 itibarıyla sırasıyla 10,5 milyon TL, 12,7 milyon TL ve 30,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023/09 döneminde ise 24,1 mn TL olarak gerçekleşen Esas faaliyetlerden diğer giderler 2024/09 döneminde kur farkı giderlerinde gerçekleşen düşüş kaynaklı 12,7 mn TL seviyesine düşmüştür.

Yatırım faaliyetlerinden gelirler. Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler, 2021 yılında büyük oranda Birleşim Grup Enerji'nin sahibi olduğu gayrimenkullerin satış kârlarından oluşmaktadır. Satılmadan önce kira geliri elde edilen ve Ümraniye fabrika/ofis, Çekmeköy işyeri ve daire, Gebze fabrika/ofisten oluşan söz konusu gayrimenkuller 2021 yılında sırasıyla, 33.788.000 TL, 7.400.000 TL, 1.850.000 TL ve 21.000.000 TL bedel ile satılmıştır. 2022 yılı içerisinde Birleşim Grup Enerji'nin sahibi olduğu son gayrimenkul de 35.500.000 TL'ye satılmıştır. 2023 yılında ise Zen Enerji Grubu'nun satın alımı sayesinde oluşan pazarlıklı satın alma kazancı ile yatırım faaliyetlerinden gelirler %3325,1 oranında artışla 427,1 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. 2023/09 döneminde yatırım faaliyetlerinden gelirler 1,1 mn TL seviyesinde gerçekleşirken söz konusu rakam 2024/09 döneminde Burdur Enerji'nin satın alınması nedeniyle oluşan pazarlıklı satın alma kazancının etkisi ile 12,1 mn TL seviyesine yükselmiştir.

Finansman gelirleri. Finansman Gelirleri, raporlama para birimi olarak ABD Doları seçildiği için kurdaki artıştan dolayı Edikli A.Ş.'de yer alan TL cinsinden kredilerin döviz karşısında değerlerinin düşmesi neticesinde meydana gelen kur farkı gelirlerinden oluşmaktadır. 2021, 2022 2023, 2023/09 ve 2024/09 itibarıyla sırasıyla 24,4 milyon TL, 42,6 milyon TL, 21,8 milyon TL, 20,2 milyon TL ve 67,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

Finansman giderleri. Finansman giderleri ise Şirketin bağlı ortaklıklarının kullandığı kredilerden oluşmakta olup, 2021, 2022, 2023, 2023/09 ve 2024/09 itibarıyla sırasıyla 20,7 milyon TL, 76,4 milyon TL, 179,5 milyon TL, 71,1 mn TL ve 200,6 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

Net dönem karı. 2021 yılında Uluder ve Edikli A.Ş.'nin tüm aylarda üretim ve satış yapması sebebiyle net dönem karı 99,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Kâr tutarının bu seviyede gerçekleşmesinde Birleşim Grup Enerji'nin gayrimenkul satışlarından elde ettiği satış kârları da etkili olmuştur. 2022 yılında hem GÜlbahar'ın faaliyetlerinin eklenmesi hem de döviz kurlarındaki artışın etkisi ile net dönem karı 2021 yılına göre %135,9 oranında artışla 233,9 milyon TL'ye yükselmiştir, olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise döviz kurlarındaki artışa ek olarak Zen Enerji Grubu'nun satın alımı sonucunda oluşan pazarlıklı satın alma kazancının etkisi ile net dönem karı bir önceki yıla göre %231,9 oranında artışla 776,5 milyon TL'ye yükselmiştir. 2023/09 döneminde ise 353,4 mn TL olarak gerçekleşen net dönem karı 2024/09 döneminde artan finansman giderlerinin etkisi ile 215,3 mn TL seviyesine gerilemiştir.



INA Info Yatırım Makro Beklentiler. Info Yatırım tarafından belirlenen makro beklentiler aşağıda özetlenmiştir.

Makro Beklentiler

Yıllık Makro Veriler	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Yıl Sonu TÜFE	2.696	3.397	4.089	4.700	5.279	5.795	6.361	6.962	7.663	8.411	9.233	10.134	11.123
Yıllık Enflasyon	46,0%	26,0%	20,4%	15,0%	12,3%	8,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Yıllık Ortalama TÜFE	2.362	3.053	3.752	4.405	5.001	5.548	6.089	6.664	7.337	8.053	8.839	9.702	10.649
Yıllık Ort. TÜFE Değişimi	58,6%	29,3%	22,8%	17,4%	13,5%	10,9%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Yıl Sonu ÜFE	3.944	5.178	6.349	7.391	8.387	9.277	10.261	11.348	12.551	13.882	15.353	16.981	18.781
Yıllık Üretici Enflasyonu	35,3%	31,3%	22,6%	16,4%	13,5%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Yıllık Ortalama ÜFE	3.512	4.580	5.778	6.883	7.903	8.846	9.784	10.821	11.969	13.237	14.641	16.193	17.909
Yıllık Ort. ÜFE Değişimi	42,5%	30,4%	26,1%	19,2%	14,8%	11,9%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Yıl Sonu ABD CPI	316	324	330	337	343	350	357	364	372	379	387	394	402
Yıllık ABD Enflasyon	2,5%	2,3%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	314	320	327	334	340	347	354	361	368	376	383	391	399
Yıllık Ort. ABD CPI Değişimi	2,9%	2,2%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	37,2980	50,3101	59,2866	66,8151	73,5827	79,1829	85,2093	91,6944	98,6731	106,1828	114,2642	122,9606	132,3188
Yıllık Değişim	28,7%	34,9%	17,8%	12,7%	10,1%	7,8%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	33,0730	43,7911	54,5107	62,8598	70,0369	76,2532	82,0566	88,3018	95,0222	102,2542	110,0365	118,4111	127,4231
Yıllık Değişim	39,2%	32,4%	24,5%	15,3%	11,4%	8,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıl Sonu Euro/TL	40,9650	56,4000	66,5196	74,9666	82,5597	88,8432	95,6048	102,8811	110,7112	119,1372	128,2044	137,9618	148,4617
Yıllık Değişim	25,8%	37,7%	17,8%	12,7%	10,1%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Euro/TL	36,0754	48,5974	61,1591	70,5287	78,5803	85,5560	92,0675	99,0746	106,6149	114,7292	123,4610	132,8573	142,9688
Yıllık Değişim	40,5%	34,7%	25,8%	15,3%	11,4%	8,9%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yılsonu Euro/Dolar	1,0972	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220
Yıllık Değişim	0,5%	2,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ortalama Euro/Dolar	1,0893	1,1102	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220
Yıllık Değişim	0,7%	1,9%	1,1%	0,9%	0,9%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Yıllık Makro Veriler	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047	2048	2049	2050
Yıl Sonu TÜFE	12.209	13.401	14.710	16.146	17.722	19.452	21.351	23.436	25.724	28.235	30.992	34.018	37.339	40.984
Yıllık Enflasyon	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Yıllık Ortalama TÜFE	11.689	12.630	14.083	15.457	16.967	18.623	20.441	22.437	24.627	27.032	29.671	32.568	35.747	39.237
Yıllık Ort. TÜFE Değişimi	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%	9,8%
Yıl Sonu ÜFE	20.772	22.974	25.409	28.103	31.082	34.377	38.021	42.052	46.510	51.440	56.893	62.924	69.595	76.972
Yıllık Üretici Enflasyonu	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Yıllık Ortalama ÜFE	19.808	21.907	24.230	26.798	29.639	32.781	36.256	40.100	44.350	49.052	54.252	60.003	66.364	73.399
Yıllık Ort. ÜFE Değişimi	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%	10,6%
Yıl Sonu ABD CPI	410	419	427	435	444	463	462	471	481	490	500	510	520	531
Yıllık ABD Enflasyon	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıllık Ortalama ABD CPI	407	415	423	432	440	449	458	467	477	486	496	506	516	526
Yıllık Ort. ABD CPI Değişimi	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Yıl Sonu Dolar/TL	142,3893	163,2263	184,8880	177,4373	190,9416	205,4739	221,1119	237,9403	256,0494	275,5367	296,5072	319,0738	343,3578	369,4900
Yıllık Değişim	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Dolar/TL	137,1210	147,5570	158,7873	170,8722	183,9769	197,8714	212,9310	229,1367	246,5757	265,3421	285,5367	307,2683	330,6538	355,8191
Yıllık Değişim	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıl Sonu Euro/TL	159,7608	171,9199	185,0043	199,0846	214,2365	230,5416	248,0876	266,9890	287,2874	309,1522	332,6811	358,0008	385,2474	414,5677
Yıllık Değişim	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yıllık Ortalama Euro/TL	153,8488	165,5590	178,1593	191,7186	206,3099	222,0117	238,9085	257,0913	276,6680	297,7138	320,3722	344,7550	370,9935	399,2290
Yıllık Değişim	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%	7,6%
Yılsonu Euro/Dolar	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220
Yıllık Değişim	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ortalama Euro/Dolar	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220	1,1220
Yıllık Değişim	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Değerleme Metodolojileri
İNA

Türkiye ekonomisindeki normalleşme, artan ülke kredi notu ve Fed'in faiz indirim sürecine girecek olması ve düşen CDS seviyesi Eurobond getirilerinde gerileme beklentisini beraberinde getirirken Şirket'in uzun vadeli düşük borçlanma maliyetli kredisi ve yüksek kaldıraç oranı sermaye maliyetini aşağı çekmektedir

Geçmiş yıl zararları göz önünde bulundurularak her yıl için efektif vergi oranı hesaplanırken söz konusu vergi oranları her yıl için AOSM hesaplamasında da kullanılmıştır

Türkiye CDS'leri geriliyor. Risksiz faiz oranı için 2047 yılı vadeli US900123CM05 ISIN kodlu en uzun vadeli Eurobond'un getirisi incelenmiştir. Rapor tarihi itibarıyla Eurobond'un getirisi %8,13 ölçülmüştür. Türk CDS'lerinin düşmesiyle Eurobond seviyelerinde gerileme yaşanmaktadır. Türk ekonomisindeki normalleşmeye ek olarak ABD Fed faiz indirim sürecine girmesi de Eurobond faizlerini etkilemektedir. Gelecek dönemde artan ülke kredi notları ile CDS'lerde gerileme beklentisinin sürmesi ve Fed'in faiz indirim sürecine geçecek olması Eurobond faizlerinde gerileme beklentisini beraberinde getirmektedir. Buna göre İNA'da 2024 yılı için AOSM'de %8 risksiz getiri alınırken yıllara sari ilgili getirinin düşeceği ve 2029'dan sonra %7'de sabitleneceği varsayılmıştır. Piyasada son dönemde yazılan fiyat tespit raporlarında da benzer bir indirim söz konusu olduğu ve bu durum bir içtihad oluşturduğu için faizlerin düşeceği dikkate alınmıştır. Şirket payları henüz işlem görmeye başlamadığı için beta sabit 1x olarak alınmıştır. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldıraç belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldıraç, 2024/09 ve 2023/12, 2022/12 ve 2021/12 mali verileri ve yönetimin kredi-özkaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in projeksiyon dönemi boyunca her bir yıl için risksiz getirinin 200 baz puan üstünde borçlanma maliyetine sahip olacağı kabul edilmiştir. Şirket'in bağımsız denetiminde 2023 ve 2024/09 dönemleri için döviz bazlı borçlanma maliyeti 2029-2030 vadeli krediler için %7,02 olmasına rağmen projeksiyonda borçlanma maliyeti %10-9 bandında alınmıştır. Böylece modelde %10,6-8,4 bandında dolar bazlı AOSM modellenmiştir. Santraller alt şirketlere ait oldukları ve ana şirket halka arz olduğu için alt iştiraklerde %2 halka arz vergi teşviki dikkate alınmamıştır. Bununla birlikte iştiraklerin sanayi haiz belgesi olmaları nedeniyle kurumlar vergisi tüm santrallerde %24 alınmıştır. Geçmiş yıl zararı olan santrallerde zararın vergi mahsubu modelde dikkate alınmıştır. Santraller sanayi haiz belgesine sahip olduğu için geçmiş yıl zararları sonrası kurumlar vergisi %24 alınmış ve halka arz teşviki vergilendirmede dikkate alınmamıştır.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")										
§	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033+
Veriler										
Risksiz Faiz Oranı	8,0%	7,8%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Borç/Özkaynak	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%	155,8%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	4,4%	9,3%	15,8%	18,1%	23,4%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Kaldıraçlı Beta										
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli										
Risksiz Faiz Oranı	8,0%	7,8%	7,5%	7,3%	7,1%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Özsermaye Maliyeti	13,5%	13,3%	13,0%	12,8%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
AOSM										
Özsermaye Maliyeti	13,5%	13,3%	13,0%	12,8%	12,6%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%
Borç Maliyeti	10,0%	9,8%	9,5%	9,3%	9,1%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%	73,3%
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%	26,7%
Kurumlar Vergisi Oranı	4,4%	9,3%	15,8%	18,1%	23,4%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	10,6%	10,1%	9,3%	9,0%	8,5%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%

Net Borç

5,2x Net Borç/EBITDA. 2021 yılında 896,7 mn TL olan net borç, 2022 yılında 1.303,2 mn TL'ye yükselirken 2023 yılında önemli bir artışla 2.362,9 mn TL olarak kaydedilmiştir. Şirket 2023 yılında içerisinde büyük bir GES portföyü olan Zen şirketini satın almıştır. İlgili satın alma Şirket'in finansal borcunu artırırken 2020 ve 2021'de satın alınan portföy için kullanılan kredi döviz bazlıdır. Söz konusu kredi kaynaklı yükselen kurlar da Şirket'in net borcunu TL bazlı yukarı çekmiştir. 2024 yılının ilk 9 ayında ise devam eden kur artışına ek olarak Menekşe RES yatırımı için kullanılan kredi döviz borcunu artırmış ve net borç 2.675,1 mn TL'ye yükselmiştir. Yine 2024 yılında Burdur GES'in kalan payları da satın alınmış ve düşen nakde karşılık kontrol gücü olmayan paylar da ortadan kalkmıştır. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2021, 2022 ve 2023'te Net Borç/EBITDA rasyosu 17,6x, 7,0x ve 7,6x seviyesinde seyrederken 2024/09 döneminde ilgili rasyo 5,2x seviyesine gerilemiştir. 2024/09 itibarıyla finansal borçlarda USD bazlı krediler ağırlıklı görülürken USD bazlı kredilerde ortalama maliyet %7,02'dir. Önceki yıllarda ise USD maliyeti bağımsız denetimde Libor + %5,75 olarak ölçülmüştür. Şirket oldukça düşük maliyetli bir krediyi 2029 ve 2030 vadeli kullanabilmiştir. Libor değişkeninin gelecek yıllarda Fed faiz indirdikçe daha da düşeceği Şirket tarafından beklenmektedir. Şirket kullandığı 2 kredi için 2024-2030 arasında ortalama %7,4'lük maliyet beklenmektedir. Döviz bazlı uzun vadeli ve düşük maliyetli krediyi ulaşımın en temel sebebi Şirket'in ekonominin can damarı olan stratejik ve devletin teşvik verdiği yenilebilir enerjide faaliyet göstermesidir. 30 Eylül 2024 kapanış kuruna göre Şirket'in net borcu 78,3 mn dolardır.

2024/09'da 78,3 mn USD net borç

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLm	2021	2022	2023	2024/09
Nakit ve Nakit Benzerleri	44,6	40,6	176,2	284,6
Diğer Alacaklar*	4,7	0,4	7,5	13,1
Kısa Vadeli Borçlanmalar	6,8	0,5	0,6	-
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	79,7	167,0	561,1	712,8
Diğer Borçlar*	345,3	592,3	273,8	266,6
Uzun Vadeli Finansal Borç	514,2	584,4	1.632,8	1.962,2
Yapılandırılmış Vergi Borçları	-	-	33,0	31,1
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	45,3	-
Net Borç-mTL	896,7	1.303,2	2.362,9	2.675,1
30.09.2024 USD/TL Kapanış				34,151
Net Borç-mUSD				78,3
Özkaynak-mTL	176,4	241,1	1.455,4	1.908,4
Net Borç/Özkaynak	508,4%	540,5%	162,4%	140,2%
Net Borç/EBITDA	17,6	7,0	7,6	5,2
EBITDA	50,8	187,4	309,4	510,3

*Uzun ve kısa vadeli diğer alacak ve borçları

İşletme Sermayesi

Enerji şirketlerinde düşük işletme sermayesi ihtiyacı

Düşük işletme sermayesi ihtiyacı. Projeksiyonda 2024 sonrasındaki yıllar için ticari alacak, stok ve ticari borç gün süreleri sırasıyla 45, 2 ve 75 olarak alınmıştır. Zen şirketinde yer alan lisanssız geslerin devreye girmesi ile alacak vadesinin geçmiş ortalamasının üzerinde olacağı varsayılmıştır. Zira lisanssız GES'ler dağıtım şirketlerine satış yaparken daha uzun vadeli çalışmaktadır. Şirket'in 2021 ve 2022 yıllarında alacak gün süresi 8 ve 11 gün olarak ölçülmesine rağmen projeksiyonda bu veri 45 gün olarak tahmin edilmiştir. Şirket'in 2021 sonunda -2,1 milyon USD olan işletme sermayesi 2023'te 1,2 milyon USD'ye yükselmiştir. Projeksiyonda nakit döngüsünün -28 gün olacağı varsayılmıştır. 2021, 2022 ve 2023'te sırasıyla %-20,3, %-4,5 ve %3,5 olan işletme sermayesi satış rasyosunun projeksiyonda ortalama %2,9 olacağı öngörülmektedir. Gün öncesi piyasada tahsilatın ertesi gün olması tüm ayın ortasında tahsilat gerçekleşmesi ile işletme sermayesi açısından önemli bir problem olmadığına işaret etmektedir. Akaryakıt tesisinin konsolide edilmesi ile stok gün süresi oluşurken ticari borç ödeme gün süresi ortalamada 75 gün olarak ölçülmüştür. Diğer enerji şirketlerinin de işletme sermayesi gün süreleri analiz edilerek karşılaştırma yapılmıştır. Enerji şirketleri için işletme sermayesi önemli bir kalem olmayıp projeksiyonun son yılında oluşan işletme sermayesi değere eklenmiştir.

İşletme Sermayesi (m\$)	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ticari Alacak	3,8	4,8	4,7	6,6	7,3	7,2	7,8	7,3	7,8	7,7	8,2
Stoklar	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Ticari Borç	3,2	4,6	4,7	6,2	6,5	6,6	6,9	6,9	7,0	7,1	7,2
Satışlar	33,6	38,9	38,0	53,7	58,9	58,6	63,6	59,6	63,4	62,6	66,5
SMM	22,4	22,6	22,9	30,0	31,7	32,1	33,4	33,6	34,1	34,4	35,0
Ticari Alacak Gün Süresi	41	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Stok Gün Süresi	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Süresi	52	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Nakit Döngüsü	(9)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
İşletme Sermayesi	0,7	0,2	0,1	0,6	0,9	0,8	1,1	0,6	1,0	0,8	1,2
Değişim	(0,4)	(0,5)	(0,2)	0,5	0,3	(0,1)	0,3	(0,5)	0,4	(0,2)	0,4
İşletme Sermayesi/Satış	2,2%	0,6%	0,2%	1,1%	1,5%	1,3%	1,8%	1,0%	1,5%	1,3%	1,7%

İşletme Sermayesi (m\$)	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Ticari Alacak	8,4	8,6	8,8	8,9	9,1	9,3	9,4	9,7	9,7	9,9	10,4
Stoklar	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ticari Borç	7,3	7,4	7,5	7,6	7,7	7,8	7,8	7,9	7,9	8,0	7,7
Satışlar	68,0	69,9	71,0	72,3	74,2	75,6	76,1	78,4	78,6	80,5	84,2
SMM	35,4	35,9	36,3	36,8	37,3	37,7	37,8	38,4	38,4	38,9	37,3
Ticari Alacak Gün Süresi	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Stok Gün Süresi	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Süresi	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Nakit Döngüsü	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
İşletme Sermayesi	1,3	1,4	1,4	1,5	1,7	1,7	1,8	1,9	2,0	2,1	2,9
Değişim	0,1	0,1	0,0	0,1	0,1	0,1	0,0	0,2	0,0	0,1	0,8
İşletme Sermayesi/Satış	1,8%	2,0%	2,0%	2,1%	2,2%	2,3%	2,3%	2,5%	2,5%	2,6%	3,4%

İşletme Sermayesi (m\$)	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055
Ticari Alacak	10,5	10,9	11,0	11,2	11,4	11,6	12,0	12,2	12,7	12,9
Stoklar	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ticari Borç	7,8	7,7	7,8	7,9	8,0	8,1	7,9	8,0	8,1	8,2
Satışlar	85,5	86,0	89,4	90,9	92,3	93,8	97,6	99,1	102,8	104,5
SMM	37,9	37,4	37,9	38,5	39,0	39,6	38,5	39,1	39,3	39,9
Ticari Alacak Gün Süresi	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Stok Gün Süresi	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Süresi	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Nakit Döngüsü	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
İşletme Sermayesi	2,9	3,3	3,4	3,5	3,5	3,6	4,3	4,4	4,8	4,9
Değişim	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,7	0,1	0,4	0,1
İşletme Sermayesi/Satış	3,4%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	4,4%	4,4%	4,6%	4,6%

İşletme Sermayesi (m\$)	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065
Ticari Alacak	13,1	13,3	13,7	13,9	14,1	14,3	14,6	14,8	15,0	15,3
Stoklar	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Ticari Borç	8,3	8,5	8,6	8,8	8,9	9,1	9,2	9,4	9,5	9,7
Satışlar	106,1	107,8	110,8	112,6	114,4	116,2	118,0	119,9	121,8	123,8
SMM	40,6	41,2	42,0	42,7	43,4	44,1	44,8	45,6	46,3	47,1
Ticari Alacak Gün Süresi	45	45	45	45	45	45	45	45	45	45
Stok Gün Süresi	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Süresi	75	75	75	75	75	75	75	75	75	75
Nakit Döngüsü	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
İşletme Sermayesi	4,9	5,0	5,2	5,3	5,4	5,5	5,5	5,6	5,7	5,8
Değişim	0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
İşletme Sermayesi/Satış	4,6%	4,6%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%	4,7%

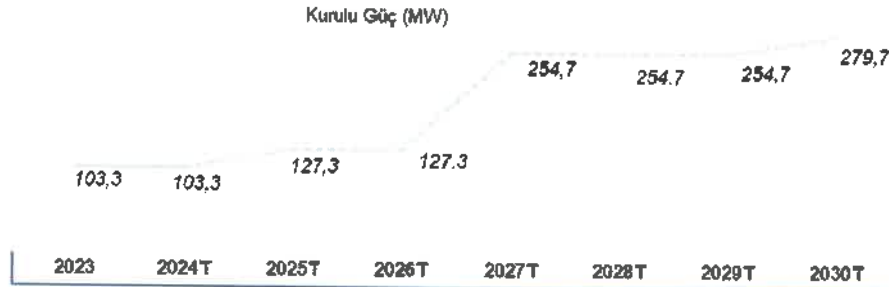
İşletme Sermayesi (m\$)	2066	2067	2068	2069	2070	2071	2072
Ticari Alacak	15,5	15,8	16,0	12,4	6,2	6,3	6,4
Stoklar	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1
Ticari Borç	9,8	10,0	10,1	9,6	6,5	6,6	6,8
Satışlar	125,7	127,8	129,8	100,8	49,9	50,8	51,7
SMM	47,8	48,6	49,3	46,7	31,7	32,3	32,9
Ticari Alacak Gün Süresi	45	45	45	45	45	45	45
Stok Gün Süresi	2	2	2	2	2	2	2
Ticari Borç Gün Süresi	75	75	75	75	75	75	75
Nakit Döngüsü	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)	(28)
İşletme Sermayesi	5,9	6,0	6,1	3,0	(0,2)	(0,2)	(0,2)
Değişim	0,1	0,1	0,1	(3,1)	(3,3)	(0,0)	0,2
İşletme Sermayesi/Satış	4,7%	4,7%	4,7%	3,0%	-0,5%	-0,5%	-0,5%

İNA Varsayımları

Cari durumda 103,3 MW olan kurulu gücün 2025 sonunda 127,3 MW, 2027'de 254,7 MW ve 2030'da 279,7 MW olması beklenmektedir

Üretim varsayımları. Şirket' cari durumda tamamı lisanslı ve lisanssız GES'lerden oluşan 103,3 MW'lık kurulu güce sahiptir. 2025 yılı Ocak ayı içerisinde Menekşe RES'in devreye girmesi planlanırken kurulu gücün 127,3 MW'a ulaşması beklenmektedir. Böylece Şirket 2025 yılında GES portföyünü 24 MW RES ile çeşitlendirmiş olacaktır. Şirket 2027, 2028 ve 2030'da kapasitesini artırmayı planlamaktadır 2027 yılında GES'lerde %100 kapasite artışı planlanmaktadır ve toplam kurulu gücün 2027 sonunda 254,7 MW'a ulaşacağı öngörülmektedir. Şirket, 2024 yılında yatırımına başlanan Menekşe RES yatırımı ve mevcut kredilerdeki ödemenin belirli bir aşamaya gelmesi nedeniyle GES kurulu gücünü 2027 yılında artırmayı hedeflemektedir. Menekşe RES'in ikinci kapasitesi de 2028 yılında devreye alınacak olup RES kurulu gücü 48 MW'a ulaşmış olacaktır. Yönetimin stratejik hedefleri doğrultusunda portföye 2030 yılında 25 MW'lık lisanssız GES'in eklenmesi ve toplam kurulu gücün 279,7 MW'a ulaşması öngörülmektedir. Devletin yenilenebilir enerji sektörünü teşvik etmesi ve Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda ilgili kapasite büyümeleri modelde dikkate alınmıştır. İlgili büyümeler için Şirket yönetiminden yazılı niyet beyanı da alınmıştır. İlgili kapasite artışları üretim beklentilerini doğrudan etkilemektedir. 2023 yılında 151,6 Gwh olan üretimin 2023 yılında Gülbahar GES'te yaşanan teknik aksaklığın normalize olması ve özellikle lisanssız geslerde artan ısıma ile 2024 yılında 161,4 Gwh'a ulaşması beklenmektedir. 2024 yılında Şeker Çevre Danışmanlık'tan 400 bin dolar karşılığı tüm santrallerin üretim verimliliğinin artırılmasına ilişkin bir danışmanlık alınması da üretim artışında etkindir. 2025 yılı üretim artışında ise 2025 yılı Ocak ayında devreye alınacak olan Menekşe RES ilk fazı etkilidir. Degradasyon ile sonraki yıllarda üretim kısmen gerilerken 2027 kapasite artışı ile üretimin 388,8 Gwh'a ulaşacağı varsayılmaktadır. Menekşe RES'in ikinci fazının aktif olması ile 2028 yılında üretim 465,9 Gwh'a ulaşacağı varsayılmaktadır. Degradasyon ve 2030 kapasite artışı ile Şirket'in stratejik hedefi doğrultusunda üretimin 504,7 Gwh'da normalize olacağı varsayılmaktadır. 2023 yılında GES portföyünün ortalama %16,7 olan kapasite kullanım oranının 2025 yılında kapasite kullanım oranı GES'lere göre daha yüksek olan RES'in devreye girmesi ile %21'e yükselmesi beklenmektedir. Sonraki yıllarda portföy profilinin değişmemesi nedeniyle degradasyon etkisiyle KKO'nun %20,6'ya gerileyeceği varsayılmaktadır.

Grafik:8 2024 sonunda Menekşe RES'in ilk fazı devreye girerken 2027 yılında GES'lerde %100 kapasite artmıştır. 2028 yılında Menekşe RES'in ikinci fazı devreye alınırken 2030 yılında ise lisanssız 25 MW GES'in devreye alınacağı öngörülmektedir...



Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:4 2024 yılında Gülbahar'daki normalizasyon ve artan ısıma oranları ile üretim artarken 2025 yılında Menekşe RES tüm yıl devrededir. 2027, 2028 ve 2030 yıllarında ise kapasite artışları üretimi ve KKO'yu etkilemektedir...



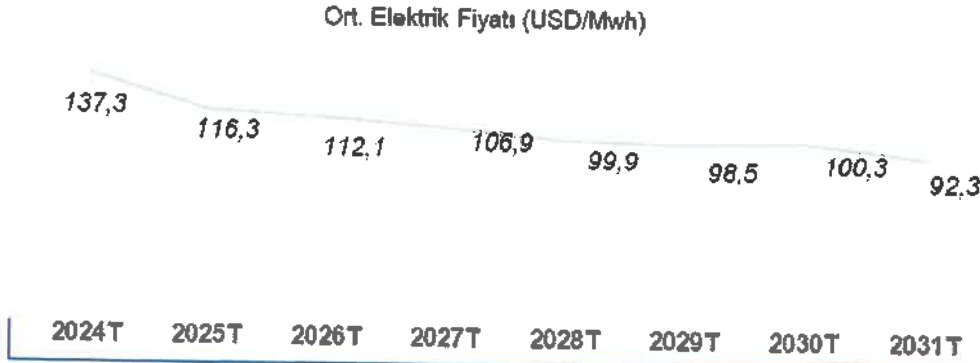
Kaynak: Şirket & Info Yatırım

İNA Varsayımları

Elektrik fiyat tahminleri bağımsız bir kurum olan Modus'tan temin edilmiştir

Fiyat varsayımları. Elektrik fiyatlarının tahmininde bağımsız bir fiyatlama şirketi olan Modus'un arz ve talebe göre olan elektrik fiyat tahminleri dikkate alınmıştır. Rusya-Ukrayna savaşı, pandemi, emtia fiyatlarının arttığı enerji darboğazı döneminde elektrik fiyatlarında ciddi büyümeler yaşanmıştır. 2023 yılında ise artan faizler, enerji dar boğazı ve pandemi problemlerinin düzelmesi, doğalgaz ve petrol fiyatlarındaki gerileme ve düşen talep ile elektrik fiyatlarında kayda değer gerilemeler görülmüştür. Spot piyasada 2024 yılında da yurtiçinde artan faiz ile düşecek talep ve yağmurlardaki artışla HES'lerin arza önemli katkıda bulunacağı varsayımı ile elektrik fiyatlarındaki düşüşün 2024 yılında devam edeceği beklenmektedir. Şirket için ise santrallerin uzun süreli YEKDEM kapsamında olmaları nedeniyle piyasa fiyatından ziyade YEKDEM fiyatlamaları ve süreleri santral elektrik fiyatlarında etkindir. Lisanslı GES'lerde yerli ekipman kullanılması nedeniyle standart YEKDEM tarifesinin üzerinde elektrik fiyatları santral bazlı oluşmaktadır. Modus tarafından alınan tahminler RES ve GES'ler için farklı saatlerde elektrik satışı nedeniyle farklı olarak alınmıştır. Lisanssız GES'lerde YEKDEM süresi sonrasında ikili satışlarla piyasa fiyatı ile elektrik fiyatının gerçekleşeceği varsayılmıştır. Lisanslı GES'lerde ise YEKDEM süreleri ve yerli ekipman teşvik dönemleri fiyatı doğrudan etkilerken YEKDEM süresi sonrasında piyasa fiyatından elektrik satışı olacağı varsayılmıştır.

Grafik:5 Yerli ekipman teşvik dönemi ve YEKDEM'den çıkış süreleri fiyatların gelişimini etkilerken piyasa fiyatları Modus'un beklentilerine göre RES ve GES'lerde modellenmiştir...



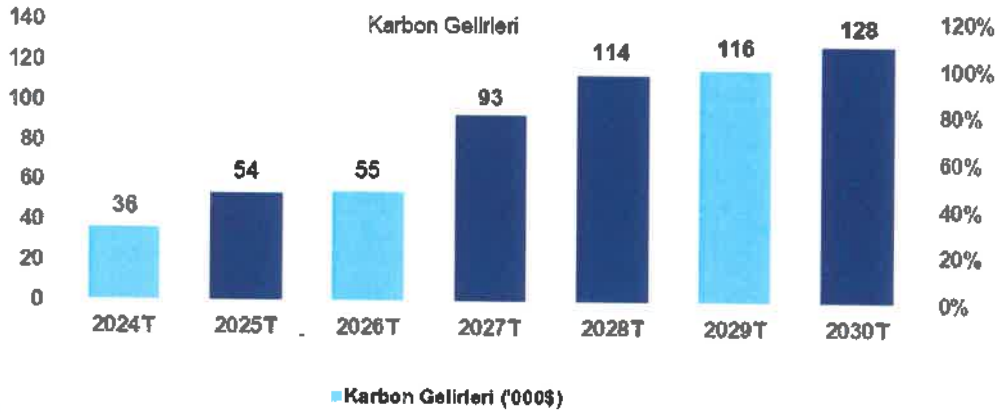
Kaynak: Modus Tahminleri

INA Varsayımları

ST Climate karbon danışmanı ile Nisan 2024'te anlaşma imzalanmıştır

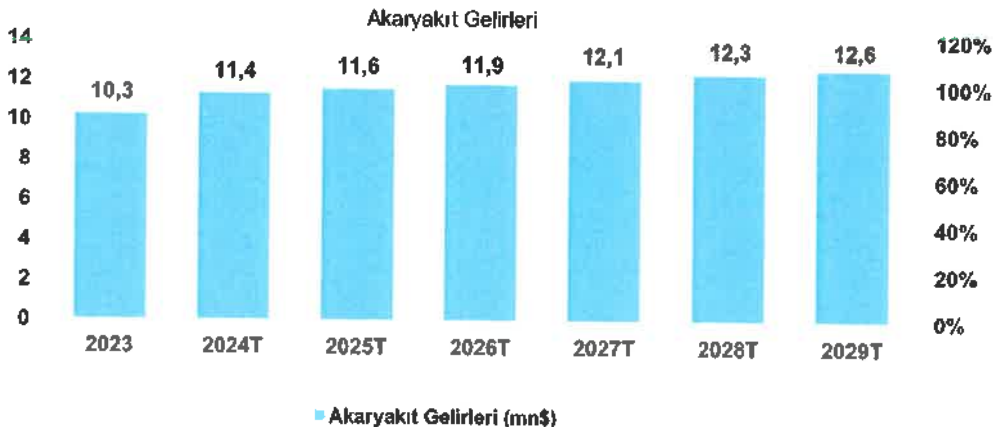
Karbon ve akaryakıt geliri varsayımları. Şirket daha önce herhangi bir karbon geliri yazmamasına rağmen 4 Nisan 2024'te ST Climate karbon danışmanı ile imzalanan anlaşma doğrultusunda 2024 yılından itibaren karbon geliri yazılmasına karar verilmiştir. İlgili karbon danışmanlığı sözleşmesi Şirket'in santrallerinin IREC sertifikasyon sistemine kayıtlarının yapılması, kredi ihraçlarının gerçekleştirilmesi ve ihraç edilen kredilerin satışının yapılmasını kapsarken ilgili sözleşme 2023 ve 2024 üretimlerini kapsadığı için 2024 yılından itibaren tüm santrallerde karbon geliri yazılması makul karşılanmıştır. Karbon danışmanı ve Şirket yönetiminin beklentilerine göre sertifika fiyatının 2024 yılı için 0,23 dolar cent olacağı ve sonraki yıllarda USD enflasyonu ile artacağı varsayılmıştır. İlgili fiyattan sertifikasyon için yıllık giderler düşülerek netleştirilmiştir. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı emisyon katsayılarına göre GES ve RES'lerde üretimin %63,4'ü kadar karbon kredisi üretileceği varsayılmıştır. İlgili sertifikasyon için 6 yılda 1 yaklaşık 7 bin dolar kayıt ücretinin yatırım olarak gerçekleştirileceği varsayılmıştır. Düşük karbon fiyatı nedeniyle 2024 yılında sadece 36 bin dolar karbon geliri yazılacağı varsayılırken üretimin artacağı 2025-2027-2028-2030 dönemlerinde karbon gelirlerinde de artış beklenmektedir. Şirket bünyesinde 2020 yılından bu yana akaryakıt tesisi işleten bir iştirak bulunmaktadır. Yönetim ilgili akaryakıt tesisi için uzun vadeli planlamalarının sürdürdüğünü belirttiği için modelde akaryakıt tesisi için nakit akışı dikkate alınmıştır. 2023 yılında 10,3 m\$ dolar gelir üreten tesisin sonraki yıllarda ABD enflasyonu kadar gelirinin artacağı beklenirken son 3 yıldaki EBITDA marjı ortalamasında projeksiyonda EBITDA üreteceği varsayılmıştır.

Grafik:7 Karbon sertifika fiyatının yıllık ABD enflasyonu kadar artacağı varsayılırken 2025-2027-2028-2030'daki üretim artışları ile satılan tonajın gelire etki edeceği varsayılmıştır...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:8 Akaryakıt gelirleri ABD enflasyonu ile artırılırken son 3 yılın ortalama EBITDA marjı EBITDA hesabında kullanılmıştır...



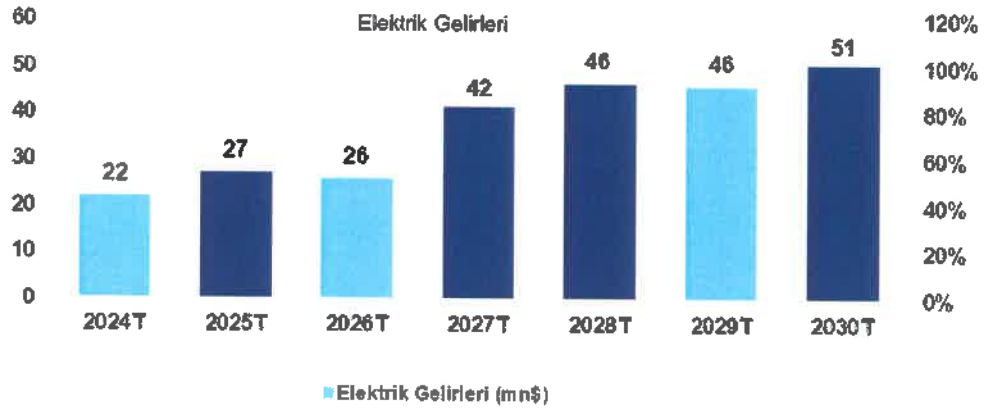
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

İNA Varsayımları

2030 yılında 63,6 mn dolar konsolide gelir beklenmekte

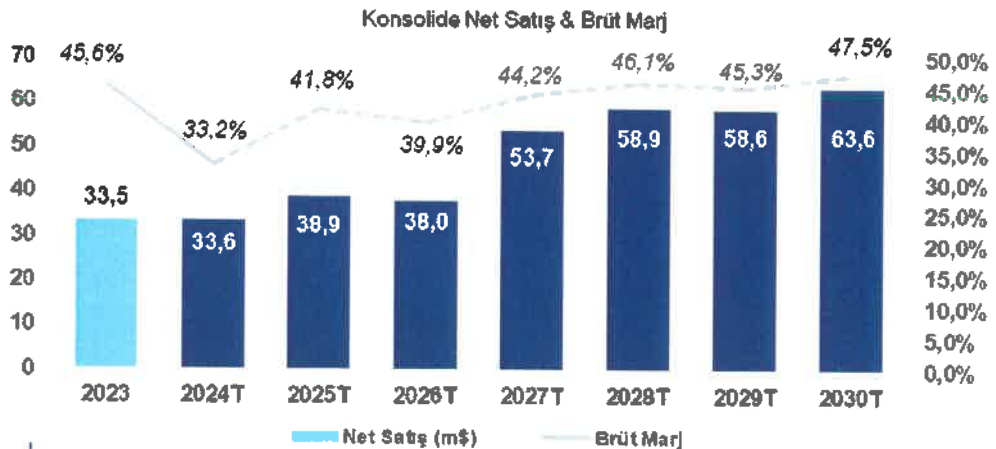
Net satış varsayımları. Yukarıda detayları açıklanan elektrik fiyatları ve üretim modellemeleri ile Şirket'in elektrik gelirleri oluşmaktadır. Buna göre akaryakıt ve karbon geliri hariç 2024 yılında 22 mn dolar elektrik geliri beklenirken elektrik fiyatlarındaki değişimler, YEKDEM süreleri, yerli ekipman teşvik dönemi elektrik gelirlerini etkilemektedir. Kapasitenin arttığı 2025-2027-2028-2030'da elektrik gelirlerinde üretim kaynaklı artışlar da beklenmektedir. 2025 yılında elektrik gelirlerinin 27 mn dolara ulaşacağı varsayılırken 2027'de 42 mn dolar ve hedeflenen kapasiteye ulaşıldığında karbon ve akaryakıt gelirleri hariç 2030 yılında 51 mn dolar elektrik üretim gelirleri beklenmektedir. Karbon, elektrik üretim ve akaryakıt gelirleri dikkate alındığında ise 2024 yılında 2023 yılına paralel 33,6 mn dolar gelir beklenmektedir. 2025 yılında konsolide net satışların 38,9 mn dolara ulaşacağı beklenirken 2027 yılında kapasite artışı ve fiyatlamaların etkisiyle gelirin 53,7 mn dolar olacağı varsayılmıştır. 2030 yılında ise üretimdeki artışın temel etken olması ile konsolide satışların 63,6 mn dolara ulaşacağı varsayılmaktadır. 2024 yılında brüt kar marjının gerileyerek %33,2 olması öngörülmürken üretim artışlarının yaşandığı yıllarda ölçek ekonomisi nedeniyle brüt kar marjının artması planlanmaktadır. 2027 yılında brüt kar marjının %44'e çıkması beklenirken 2030 üretim artışı ile kar marjının %47,5'te dengeleneceği varsayılmaktadır. İlgili üretim artışları dışında kar marjındaki gerilemenin temel değişkeni ise degradasyon ile üretimin düşmesidir.

Grafik:9 Elektrik fiyat gelişimi, 2025-2027-2028-2030 kapasite artışları elektrik gelirlerini etkileyen ana parametreler...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:1 Kapasite artışlarının tam yıl devreye girdiği 2025-2027-2028-2030'da kar marjı yükselmektedir...



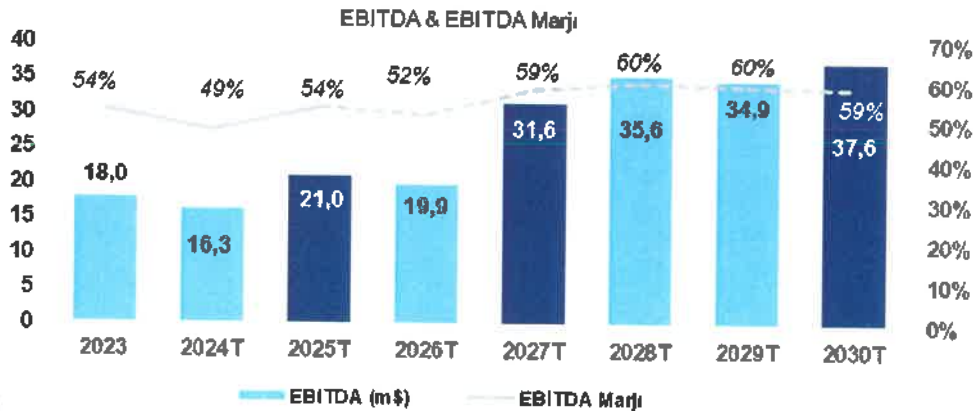
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

İNA Varsayımları

Akaryakıt hariç enerji EBITDA marjının projeksiyonda ortalamada %74 olacağı beklenmektedir. Yakın dönemde halka arzı gerçekleşen yenilenebilir santraller olan Mogan ve IC Entera'da ise projeksiyonda ortalama EBITDA marjı sırasıyla %74 ve %86 alınmıştır.

EBITDA varsayımları. Lisanslı GES'lerde Mwh başı 5 dolar sistem kullanım bedeli tarifesi belirlenirken lisanssız GES'lerde ilgili rakam 31 dolardır. Bu değişken nedeniyle lisanssız GES'lerdeki EBITDA marjı lisanslı GES'lere göre düşüktür. Yerli ekipman teşviki nedeniyle de lisanslı GES'lerde EBITDA marjı lisanssız GES'lerin üzerindedir. Sistem kullanım bedeli sabit tarifesinin projeksiyonda ABD enflasyonu ile aratacağı beklenirken üretim artışları ile de sistem kullanım bedelleri değişken giderler olan güvenlik, sigorta, bakım, işletim vb giderlerinin 2022 ve 2023 yıllarında elektrik gelirlerinin ortalama %3,5'i olmasına rağmen projeksiyonda GES'ler için %4,7 ve RES'ler için %5,7 alınarak diğer giderler belirlenmiştir. Tek seferlik bir gider olarak Şirket, Şeker Çevre Danışmanlık'tan tüm santrallerde panellerin verimi ve ilave kapasite için bir danışmanlık hizmeti almıştır. İlgili danışmanlık nedeniyle 2024 yılında 400 bin dolarlık kısmı cari dönemde ödenmiştir. Amortisman modellemesi için mevcut yatırımların faydalı ömürlerine göre oluşan tutarlar dikkate alınırken kapasite artışları ve yenileme yatırımları sonrasında da oluşan amortismanlar faydalı ömürlerine göre dikkate alınmıştır. 2023 yılında güvence raporundaki faaliyet giderleri üretim seviyelerine göre santrallere dağıtılmış ve projeksiyonda ilgili giderlerin ABD enflasyonu ile artacağı varsayılmıştır. Kapasite artış yıllarında ise enflasyonun görece üzerinde artış modellenmiştir. Devreye alına yeni santraller için ise mevcut durumdaki santral bazlı faaliyet giderleri bir referans olarak görülmüştür. 2025-2027-2028-2030'da faaliyet giderlerindeki enflasyon üzeri artış yeni santrallerin devreye girmesi kaynaklıdır. İlgili değişkenler sonrası 2024 yılında EBITDA'nın 16,3 mn dolar ile kısmen gerileyeceği varsayılırken Menekşe RES'in 2025 yılında devreye girmesi ile 2025 yılında 21 mn dolar EBITDA beklenmektedir. 2027 yılında kapasitedeki artış, elektrik fiyat beklentileri, karbon geliri ve akaryakıt tesisindeki enflasyon bazlı büyüme ile EBITDA'nın 31,6 mn dolar olacağı beklenmektedir. 2030 yılında kapasite artışı, elektrik fiyat beklentileri ve enflasyon bazlı akaryakıt gelir büyümesi ile EBITDA'nın 37,6 mn dolarda normalize olarak dengeleneceği varsayılmaktadır. Akaryakıt, karbon ve elektrik geliri dahil konsolide EBITDA marjının üretimin arttığı yıllarda yükseleceği beklenmektedir. 2024 yılında %49 olması beklenen EBITDA marjının 2025'te %54'e; 2027'de %59'a yükselmesi beklenmektedir. 2030'daki kapasite artışına rağmen 2030 yılında EBITDA marjının 2029'a göre gerileme nedeni portföye alınan lisanssız GES'in marjının düşük olmasıdır. Akaryakıt hariç enerji EBITDA marjının ise projeksiyonda ortalamada %73 olacağı beklenmektedir. Yakın dönemde halka arzı gerçekleşen yenilenebilir santraller olan Mogan ve IC Entera'da ise projeksiyonda ortalama EBITDA marjı sırasıyla %74 ve %86 alınmıştır.

Grafik:2 2025-2027-2028-2030 kapasite artışları EBITDA büyümesi ve marjı desteklemekte



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

İNA Varsayımları

2025, 2027, 2028 ve 2030'da büyümeyle destekleyici önemli yatırımlar planlanırken geçmiş yıl zararı kaynaklı vergi indirimi santral bazlı dikkate alınmıştır

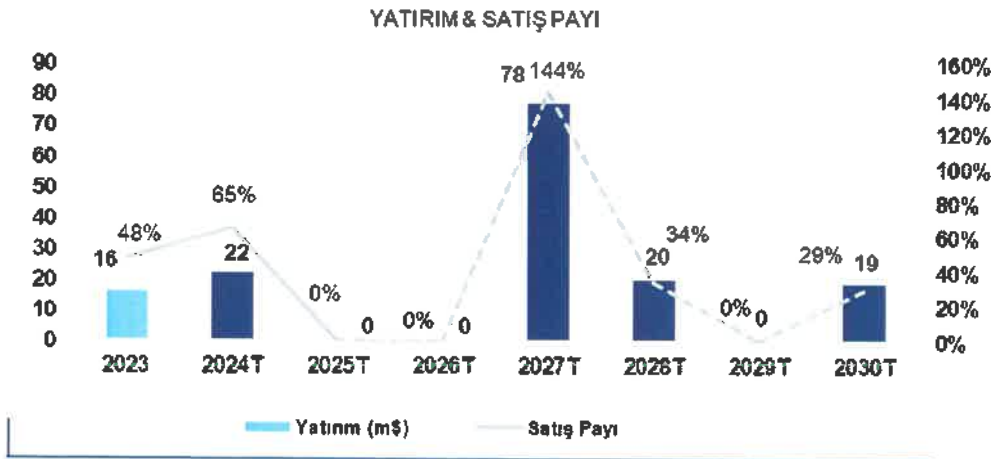
2025 yılı Ocak ayı içerisinde Menekşe RES ilk faz devrede olacak

198 mn dolar İNA değeri

Yatırım ve vergi varsayımları. Şirket, 2023 yılında Zen şirketini satın alarak yaklaşık 48 MW lisanssız GES'i portföyüne dahil etmiştir. İlgili satın alma yaklaşık 16 mn dolar yatırımı beraberinde getirirken 2024 yılında Menekşe RES için Şirket yaklaşık 22 mn dolar yatırım yapmıştır. 2024 yılında Şirket Menekşe RES ve Burdur GES için yaklaşık 22 mn dolarlık yatırım gerçekleştirmiş olacaktır. 2027 ve 2028 yıllarında planlanan kapasite artışı için 98 mn dolar yatırım bütçelenirken 2030 yılındaki kapasite artışı için ise yaklaşık 19 mn dolar yatırım modellenmiştir. İlgili yatırımlar nedeniyle Şirket, 2024 ve 2027 yıllarında negatif nakit akımı üretmektedir. RES ve GES'lerin tamamı için üretime başlama süresinden 25 yıl sonra yenileme yatırımı planlanmıştır. Bu durum 2027 ve 2030'daki ilave kapasiteler için de modellenmiştir. RES'ler için yenileme yatırımı MW başı 750 bin dolar olarak belirlenirken GES'ler için 200 bin dolar olarak bütçelenmiş ve teknik ekipten bu konuda destek alınmıştır. 2024 yılında toplam gelirin %33,9'u akaryakıt tesisinden, %34,6'sı lisanslı GES'lerden, %31,4'ü lisanssız GES'lerden kaynaklanacağı beklenirken kapasite ve üretimin normalize olacağı 2030'da toplam gelirin %20,2'si akaryakıt tesisinden, %30'u lisanslı GES'lerden, %30,8'i lisanssız GES'lerden ve %18,7'sinin RES'lerden kaynaklanacağı modellenmektedir. Santraller alt şirketlere ait oldukları ve ana şirket halka arz olduğu için alt iştiraklerde %2 halka arz vergi teşviki dikkate alınmamıştır. Bununla birlikte iştiraklerin sanayi haiz belgesi olmaları nedeniyle kurumlar vergisi tüm santrallerde %24 alınmıştır. Geçmiş yıl zararı olan santrallerde zararın vergi mahsubu modelde dikkate alınmıştır.

Nihai değer. Lisanslı santrallerde 49 yıllık lisans süreleri projeksiyonda dikkate alınırken lisanssız santrallerde yenileme yatırımı ile faydalı ömür dikkate alınmış ve nihai projeksiyonun 2072 yılında sonlanacağı varsayılmıştır. Nakit akımlarının yıl ortasında gerçekleşeceği indirgeme oranında varsayılırken 30.09.2024'e indirgenen nakit akımları özsermaye maliyeti ile değerlendirilme tarihine getirilmiş ve İNA değerinden tüm varsayımlar sonrası 203 mn dolar piyasa değeri belirlenmiştir. 2024 yılının beklenen nakit akımı belirlenirken 2024/09'da gerçekleşen nakit akımı 2024 yılı tahmininden çıkarılmıştır.

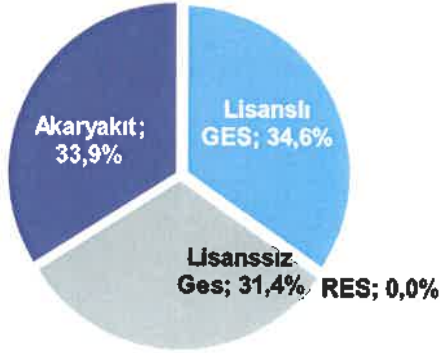
Grafik:3 2023 yılında GES yatırımlarına ek olarak 2025-2027-2028-2030 dönemlerinde kapasite artışları planlanmaktadır..



Kaynak: Şirket & Info Tahminleri

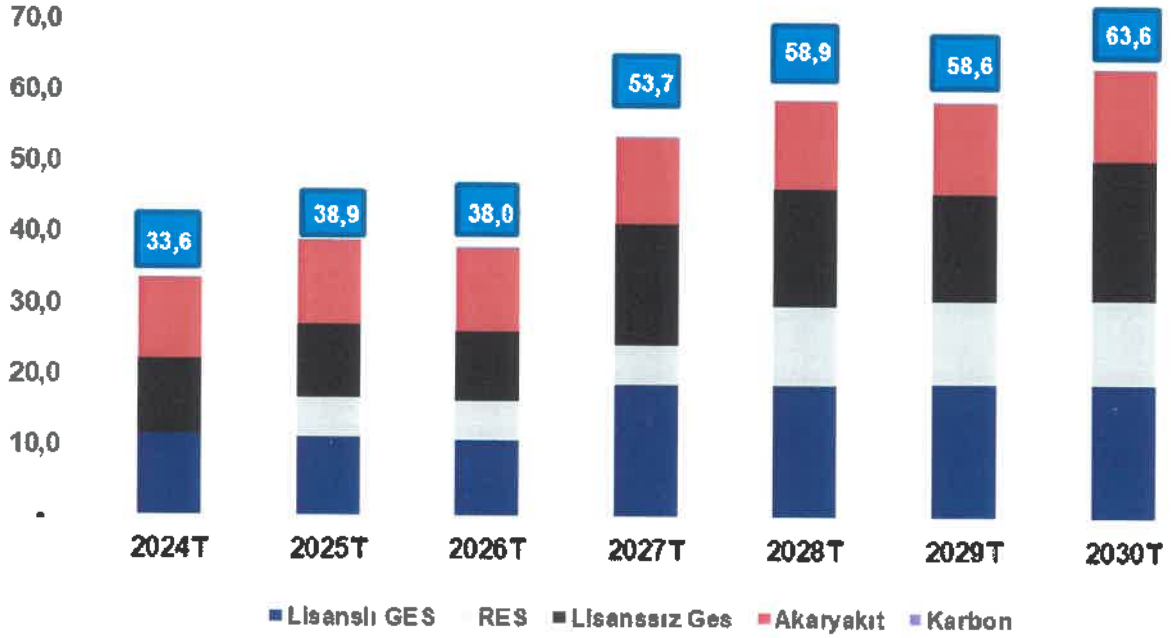
Grafik 5: Gelir Kırılımı (2024T)

(2030T)



Kaynak: Şirket, Info Yatırım

Gelir Kırılımı (m\$)



İNA Modeli-USD	Birim	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Toplam Üretim Miktarı	MWh	161.396	234.089	232.919	388.764	464.554
<i>değişim</i>	%	6,47%	45,04%	-0,50%	66,91%	19,50%
Edikli-Lisanslı GES	MWh	23.246	23.130	23.014	46.933	47.838
<i>değişim</i>	%	-2,24%	-0,50%	-0,50%	103,93%	1,93%
Uluder-Lisanslı GES	MWh	23.220	23.104	22.988	46.323	47.229
<i>değişim</i>	%	0,50%	-0,50%	-0,50%	101,51%	1,96%
Gülbahar-Lisanslı GES	MWh	35.721	35.542	35.365	69.562	70.965
<i>değişim</i>	%	12,38%	-0,50%	-0,50%	96,70%	2,02%
Menekşe Lisanslı RES-1	MWh	-	73.500	73.133	72.767	72.403
<i>değişim</i>	%	-	-	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-2	MWh	-	-	-	-	69.825
<i>değişim</i>	%	-	-	-	-	-
Zen Lisanssız GES Konsolide	MWh	79.209	78.813	78.419	153.178	156.294
<i>değişim</i>	%	8,63%	-0,50%	-0,50%	95,33%	2,03%
Yeni Lisanssız GES	MWh	-	-	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-	-	-	-	-
Toplam Kurulu Güç (MW)		103,34	127,34	127,34	254,69	254,69
Ortalama KKO %		17,8%	21,0%	20,9%	17,4%	20,8%

İNA Modeli-USD	Birim	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Toplam Üretim Miktarı	MWh	465.888	504.682	502.159	499.648	497.150
<i>değişim</i>	%	0,29%	8,33%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Edikli-Lisanslı GES	MWh	47.598	47.360	47.124	46.888	46.654
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Uluder-Lisanslı GES	MWh	46.993	46.758	46.524	46.292	46.060
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Gülbahar-Lisanslı GES	MWh	70.610	70.257	69.906	69.557	69.209
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-1	MWh	72.041	71.681	71.322	70.966	70.611
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-2	MWh	73.133	72.767	72.403	72.041	71.681
<i>değişim</i>	%	4,74%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Zen Lisanssız GES Konsolide	MWh	155.513	154.735	153.962	153.192	152.426
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Yeni Lisanssız GES	MWh	-	41.123	40.918	40.713	40.510
<i>değişim</i>	%	-	-	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Toplam Kurulu Güç (MW)		254,69	279,69	279,69	279,69	279,69
Ortalama KKO %		20,9%	20,6%	20,5%	20,4%	20,3%

İNA Modeli-USD	Birim	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Toplam Üretim Miktarı	MWh	494.664	492.191	489.730	487.281	484.845
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Edikli-Lisanslı GES	MWh	46.420	46.188	45.957	45.728	45.499
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Uluder-Lisanslı GES	MWh	45.830	45.601	45.373	45.146	44.920
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Gülbahar-Lisanslı GES	MWh	68.863	68.518	68.176	67.835	67.496
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-1	MWh	70.258	69.907	69.557	69.209	68.863
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-2	MWh	71.322	70.966	70.611	70.258	69.907
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Zen Lisanssız GES Konsolide	MWh	151.664	150.905	150.151	149.400	148.653
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Yeni Lisanssız GES	MWh	40.307	40.105	39.905	39.705	39.507
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Toplam Kurulu Güç (MW)		279,69	279,69	279,69	279,69	279,69
Ortalama KKO %		20,2%	20,1%	20,0%	19,9%	19,8%

INA Modeli-USD	Birim	2069T	2070T	2071T	2072T
Toplam Üretim Miktarı	MWh	349.739	137.833	137.144	136.458
<i>değişim</i>	%	-26,99%	-60,59%	-0,50%	-0,50%
Edikli-Lisanslı GES	MWh	-	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-	-	-	-
Uluder-Lisanslı GES	MWh	-	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-	-	-	-
Gülbahar-Lisanslı GES	MWh	66.284	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-	-	-
Menekşe Lisanslı RES-1	MWh	68.970	68.625	68.282	67.941
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Menekşe Lisanslı RES-2	MWh	69.555	69.208	68.862	68.517
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-0,50%	-0,50%	-0,50%
Zen Lisanssız GES Konsolide	MWh	144.930	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-0,50%	-	-	-
Yeni Lisanssız GES	MWh	-	-	-	-
<i>değişim</i>	%	-100,00%	-	-	-
Toplam Kurulu Güç (MW)		192,57	48,00	48,00	48,00
Ortalama KKO %		20,7%	32,8%	32,6%	32,5%

INA Modeli-USD	Birim	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	145	133	133	133	133
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	145	145	133	133	133
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	137	137	133	133	133
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	0	74	75	79	79
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	0	0	0	0	79
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	133	133	124	126	114
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	0	0	0	0	0

INA Modeli-USD	Birim	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	133	133	97	106	105
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	133	133	97	106	105
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	133	133	97	106	105
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	81	82	81	84	81
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	81	82	81	84	81
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	97	100	97	106	105
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	0	100	97	106	105

INA Modeli-USD	Birim	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	113	117	122	125	128
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	113	117	122	125	128
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	113	117	122	125	128
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	87	89	90	91	92
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	87	89	90	91	92
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	113	117	122	125	128
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	113	117	122	125	128

INA Modeli-USD	Birim	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	133	137	138	144	144
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	133	137	138	144	144
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	133	137	138	144	144
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	94	94	93	95	93
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	94	94	93	95	93
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	133	137	138	144	144
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	133	137	138	144	144

İNA Modeli-USD	Birim	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	149	152	155	158	161
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	149	152	155	158	161
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	149	152	155	158	161
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	94	95	97	99	101
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	94	95	97	99	101
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	149	152	155	158	161
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	149	152	155	158	161

İNA Modeli-USD	Birim	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	164	168	171	175	178
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	164	168	171	175	178
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	164	168	171	175	178
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	103	105	107	109	111
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	103	105	107	109	111
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	164	168	171	175	178
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	164	168	171	175	178

İNA Modeli-USD	Birim	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	182	185	189	193	197
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	182	185	189	193	197
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	182	185	189	193	197
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	113	116	118	120	123
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	113	116	118	120	123
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	182	185	189	193	197
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	182	185	189	193	197

İNA Modeli-USD	Birim	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	201	205	209	213	217
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	201	205	209	213	217
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	201	205	209	213	217
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	125	128	130	133	136
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	125	128	130	133	136
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	201	205	209	213	217
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	201	205	209	213	217

İNA Modeli-USD	Birim	2064T	2065T	2066T	2067T	2068T
Satış Fiyatı	USD/MWh					
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	221	226	230	235	240
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	221	226	230	235	240
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	221	226	230	235	240
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	138	141	144	147	150
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	138	141	144	147	150
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	221	226	230	235	240
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	221	226	230	235	240

İNA Modeli-USD	Birim	2069T	2070T	2071T	2072T
Satış Fiyatı	USD/MWh				
Edikli-Lisanslı GES	USD/MWh	0	0	0	0
Uluder-Lisanslı GES	USD/MWh	0	0	0	0
Gülbahar-Lisanslı GES	USD/MWh	244	0	0	0
Menekşe Lisanslı RES-1	USD/MWh	153	156	159	162
Menekşe Lisanslı RES-2	USD/MWh	153	156	159	162
Zen Lisanssız GES Konsolide Ort.	USD/MWh	244	0	0	0
Yeni Lisanssız GES	USD/MWh	0	0	0	0

INA Modeli-USD	Birim	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Net Satışlar	USD	33.571.166	38.897.626	38.027.345	53.748.775	58.884.530
<i>değişim</i>	%		15,87%	-2,24%	41,34%	9,56%
Satışlar - Elektrik	USD	22.159.523	27.222.440	26.105.714	41.551.329	46.424.592
<i>değişim</i>	%		22,85%	-4,10%	59,17%	11,73%
Edikli-Lisanslı GES	USD	3.360.209	3.076.259	3.060.878	5.369.664	5.387.301
Uluder-Lisanslı GES	USD	3.356.451	3.339.669	3.057.455	5.312.168	5.329.057
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	4.908.065	4.883.525	4.703.503	8.015.251	8.039.016
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	0	5.440.864	5.510.324	5.731.402	5.710.899
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	0	0	0	0	5.507.555
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	10.534.797	10.482.123	9.773.555	17.122.844	16.450.763
Yeni Lisanssız GES	USD	0	0	0	0	0
Satışlar - Karbon	USD	36.382	53.910	54.774	93.251	113.660
<i>değişim</i>	%		48,18%	1,60%	70,25%	21,89%
Edikli-Lisanslı GES	USD	5.240	5.327	5.412	11.258	11.704
Uluder-Lisanslı GES	USD	5.234	5.321	5.406	11.111	11.555
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	8.052	8.185	8.316	16.686	17.363
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	0	16.927	17.198	17.454	17.714
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	0	0	0	0	17.084
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	17.855	18.150	18.441	36.742	38.240
Yeni Lisanssız GES	USD	0	0	0	0	0
Satışlar - Akaryakıt	USD	11.375.261	11.621.276	11.866.857	12.104.195	12.346.278

INA Modeli-USD	Birim	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Net Satışlar	USD	58.612.520	63.581.758	59.565.216	63.405.072	62.564.422
<i>değişim</i>	%	-0,46%	8,48%	-6,32%	6,45%	-1,33%
Satışlar - Elektrik	USD	45.903.051	50.608.224	46.332.867	49.908.741	48.798.838
<i>değişim</i>	%	-1,12%	10,25%	-8,45%	7,72%	-2,22%
Edikli-Lisanslı GES	USD	5.441.300	5.483.700	4.559.616	4.983.688	4.903.954
Uluder-Lisanslı GES	USD	5.381.464	5.422.543	4.501.612	4.920.289	4.841.570
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	8.114.970	8.174.286	6.764.008	7.393.101	7.274.820
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	5.870.527	5.913.240	5.781.896	5.955.724	5.705.900
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	5.959.473	6.002.833	5.869.499	6.045.961	5.792.352
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	15.135.317	15.493.882	14.897.099	16.282.618	16.022.115
Yeni Lisanssız GES	USD	0	4.117.741	3.959.137	4.327.360	4.258.127
Satışlar - Karbon	USD	116.266	128.466	130.380	132.323	134.294
<i>değişim</i>	%	2,29%	10,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	11.879	12.056	12.235	12.417	12.602
Uluder-Lisanslı GES	USD	11.727	11.902	12.080	12.260	12.442
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	17.621	17.884	18.150	18.421	18.695
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	17.978	18.246	18.518	18.794	19.074
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	18.251	18.523	18.799	19.079	19.363
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	38.809	39.388	39.975	40.570	41.175
Yeni Lisanssız GES	USD	0	10.468	10.624	10.782	10.943
Satışlar - Akaryakıt	USD	12.593.204	12.845.068	13.101.969	13.364.009	13.631.289

INA Modeli-USD	Birim	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Net Satışlar	USD	66.456.232	67.953.572	69.902.313	70.981.779	72.293.210
<i>değişim</i>	%	6,22%	2,25%	2,87%	1,54%	1,85%
Satışlar - Elektrik	USD	52.416.022	53.633.252	55.296.293	56.084.355	57.098.564
<i>değişim</i>	%	7,41%	2,32%	3,10%	1,43%	1,81%
Edikli-Lisanslı GES	USD	5.265.871	5.405.830	5.612.958	5.704.698	5.831.551
Uluder-Lisanslı GES	USD	5.198.883	5.337.061	5.541.555	5.632.127	5.757.367
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	7.811.708	8.019.332	8.326.598	8.462.691	8.650.873
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	6.134.833	6.210.594	6.254.053	6.298.848	6.323.329
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	6.227.784	6.304.692	6.348.810	6.394.283	6.419.136
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	17.204.562	17.661.835	18.338.560	18.638.291	19.052.744
Yeni Lisanssız GES	USD	4.572.381	4.693.908	4.873.759	4.953.417	5.063.564
Satışlar - Karbon	USD	136.295	138.326	140.387	142.479	144.602
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	12.790	12.981	13.174	13.371	13.570
Uluder-Lisanslı GES	USD	12.628	12.816	13.007	13.200	13.397
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	18.974	19.257	19.543	19.835	20.130
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	19.358	19.647	19.939	20.237	20.538
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	19.652	19.944	20.242	20.543	20.849
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	41.788	42.411	43.043	43.684	44.335
Yeni Lisanssız GES	USD	11.106	11.271	11.439	11.610	11.783
Satışlar - Akaryakıt	USD	13.903.915	14.181.993	14.465.633	14.754.946	15.050.044

INA Modeli-USD	Birim	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Net Satışlar	USD	74.215.118	75.571.274	76.090.158	78.371.502	78.624.264
<i>değişim</i>	%	2,66%	1,83%	0,69%	3,00%	0,32%
Satışlar - Elektrik	USD	58.717.316	59.764.265	59.967.059	61.926.716	61.850.243
<i>değişim</i>	%	2,84%	1,78%	0,34%	3,27%	-0,12%
Edikli-Lisanslı GES	USD	6.020.410	6.161.252	6.174.371	6.405.829	6.377.642
Uluder-Lisanslı GES	USD	5.943.823	6.082.873	6.095.825	6.324.339	6.296.511
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	8.931.037	9.139.970	9.159.431	9.502.790	9.460.976
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	6.413.769	6.401.699	6.299.833	6.392.917	6.218.214
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	6.510.945	6.498.693	6.395.283	6.489.778	6.312.428
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	19.669.780	20.129.935	20.481.081	21.248.853	21.646.735
Yeni Lisanssız GES	USD	5.227.551	5.349.844	5.361.236	5.562.212	5.537.737
Satışlar - Karbon	USD	146.757	148.943	151.871	154.134	157.556
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,97%	1,49%	2,22%
Edikli-Lisanslı GES	USD	13.772	13.977	14.185	14.397	14.611
Uluder-Lisanslı GES	USD	13.597	13.799	14.005	14.214	14.425
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	20.430	20.735	21.044	21.357	21.675
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	20.844	21.155	21.470	21.790	22.114
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	21.160	21.475	21.795	22.120	22.449
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	44.996	45.666	47.055	47.756	49.593
Yeni Lisanssız GES	USD	11.958	12.136	12.317	12.501	12.687
Satışlar - Akaryakıt	USD	15.351.045	15.658.066	15.971.228	16.290.652	16.616.465

INA Modeli-USD	Birim	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T
Net Satışlar	USD	80.533.469	84.174.443	85.516.810	88.031.400	89.434.798
<i>değişim</i>	%	2,43%	4,52%	1,59%	2,94%	1,59%
Satışlar - Elektrik	USD	63.424.771	66.719.047	67.713.160	69.869.958	70.911.020
<i>değişim</i>	%	2,55%	5,19%	1,49%	3,19%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	6.563.366	7.370.700	7.480.524	7.591.984	7.705.104
Uluder-Lisanslı GES	USD	6.479.872	7.216.186	7.323.707	7.432.831	7.543.580
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	9.736.490	9.903.627	10.051.191	11.348.825	11.517.923
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	6.286.838	6.313.727	6.407.801	6.503.277	6.600.176
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	6.382.092	6.409.387	6.504.887	6.601.810	6.700.177
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	22.277.111	23.708.587	24.061.845	24.420.367	24.784.230
Yeni Lisanssız GES	USD	5.699.002	5.796.831	5.883.204	5.970.864	6.059.830
Satışlar - Karbon	USD	159.904	167.626	170.124	175.246	177.858
<i>değişim</i>	%	1,49%	4,83%	1,49%	3,01%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	14.829	16.616	16.864	17.115	17.370
Uluder-Lisanslı GES	USD	14.640	16.268	16.510	16.756	17.006
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	21.998	22.326	22.659	25.584	25.965
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	22.444	22.778	23.118	23.462	23.812
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	22.784	23.123	23.468	23.818	24.173
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	50.332	53.447	54.243	55.051	55.872
Yeni Lisanssız GES	USD	12.876	13.068	13.263	13.460	13.661
Satışlar - Akaryakıt	USD	16.948.795	17.287.770	17.633.526	17.986.196	18.345.920

INA Modeli-USD	Birim	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Net Satışlar	USD	90.860.940	92.310.204	93.782.970	97.570.902	99.125.985
<i>değişim</i>	%	1,59%	1,60%	1,60%	4,04%	1,59%
Satışlar - Elektrik	USD	71.967.594	73.039.911	74.128.206	77.518.837	78.673.868
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	4,57%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	7.819.910	7.936.427	8.054.680	8.493.876	8.620.435
Uluder-Lisanslı GES	USD	7.655.979	7.770.053	7.885.827	8.334.720	8.458.908
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	11.689.540	11.863.714	12.040.483	12.600.089	12.787.830
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	6.698.519	6.798.327	6.899.622	7.002.426	7.106.762
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	6.800.010	6.901.330	7.004.160	7.108.522	7.214.439
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	25.153.515	25.528.303	25.908.674	27.550.056	27.960.551
Yeni Lisanssız GES	USD	6.150.121	6.241.758	6.334.760	6.429.148	6.524.943
Satışlar - Karbon	USD	180.508	183.197	185.927	193.851	196.739
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	4,26%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	17.629	17.891	18.158	19.148	19.433
Uluder-Lisanslı GES	USD	17.259	17.516	17.777	18.789	19.069
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	26.352	26.745	27.143	28.405	28.828
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	24.167	24.527	24.892	25.263	25.639
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	24.533	24.898	25.269	25.646	26.028
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	56.704	57.549	58.407	62.107	63.032
Yeni Lisanssız GES	USD	13.864	14.071	14.281	14.493	14.709
Satışlar - Akaryakıt	USD	18.712.839	19.087.095	19.468.837	19.858.214	20.255.378

İNA Modeli-USD	Birim	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T
Net Satışlar	USD	102.823.706	104.461.147	106.125.094	107.815.984	110.799.143
<i>değişim</i>	%	3,73%	1,59%	1,59%	1,59%	2,77%
Satışlar - Elektrik	USD	81.957.131	83.178.293	84.417.649	85.675.472	88.212.373
<i>değişim</i>	%	4,17%	1,49%	1,49%	1,49%	2,96%
Edikli-Lisanslı GES	USD	8.748.879	8.879.238	9.011.538	9.145.810	9.282.083
Uluder-Lisanslı GES	USD	8.584.945	8.712.861	8.842.683	8.974.439	9.108.158
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	12.978.369	13.171.747	13.368.006	13.567.189	13.769.340
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	8.438.291	8.564.021	8.691.625	8.821.130	8.952.565
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	7.321.934	7.431.031	7.541.753	7.654.125	9.028.508
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	28.377.164	28.799.983	29.229.103	29.664.617	30.106.620
Yeni Lisanssız GES	USD	7.507.550	7.619.412	7.732.941	7.848.162	7.965.100
Satışlar - Karbon	USD	206.088	209.159	212.276	215.438	223.195
<i>değişim</i>	%	4,75%	1,49%	1,49%	1,49%	3,60%
Edikli-Lisanslı GES	USD	19.723	20.017	20.315	20.618	20.925
Uluder-Lisanslı GES	USD	19.353	19.642	19.934	20.231	20.533
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	29.257	29.693	30.136	30.585	31.041
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	30.443	30.897	31.357	31.824	32.299
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	26.416	26.809	27.209	27.614	32.573
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	63.971	64.925	65.892	66.874	67.870
Yeni Lisanssız GES	USD	16.924	17.177	17.433	17.692	17.956
Satışlar - Akaryakıt	USD	20.660.486	21.073.696	21.495.170	21.925.073	22.363.574

İNA Modeli-USD	Birim	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T
Net Satışlar	USD	112.564.104	114.357.645	116.180.236	118.032.356	119.914.494
<i>değişim</i>	%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%	1,59%
Satışlar - Elektrik	USD	89.526.737	90.860.686	92.214.510	93.588.506	94.982.975
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	9.420.386	9.560.750	9.703.205	9.847.782	9.994.514
Uluder-Lisanslı GES	USD	9.243.869	9.381.603	9.521.389	9.663.257	9.807.240
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	13.974.503	14.182.723	14.394.046	14.608.517	14.826.184
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	9.085.958	9.221.339	9.358.737	9.498.182	9.639.705
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	9.163.032	9.299.562	9.438.125	9.578.753	9.721.477
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	30.555.208	31.010.481	31.472.537	31.941.478	32.417.406
Yeni Lisanssız GES	USD	8.083.780	8.204.228	8.326.471	8.450.535	8.576.448
Satışlar - Karbon	USD	226.521	229.896	233.322	236.798	240.326
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	21.237	21.553	21.874	22.200	22.531
Uluder-Lisanslı GES	USD	20.839	21.149	21.464	21.784	22.109
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	31.503	31.972	32.449	32.932	33.423
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	32.780	33.268	33.764	34.267	34.778
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	33.058	33.550	34.050	34.558	35.073
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	68.881	69.908	70.949	72.007	73.079
Yeni Lisanssız GES	USD	18.223	18.495	18.771	19.050	19.334
Satışlar - Akaryakıt	USD	22.810.846	23.267.063	23.732.404	24.207.052	24.691.193

İNA Modeli-USD	Birim	2064T	2065T	2066T	2067T	2068T
Net Satışlar	USD	121.827.146	123.770.814	125.746.011	127.753.259	129.793.088
<i>değişim</i>	%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%	1,60%
Satışlar - Elektrik	USD	96.398.221	97.834.555	99.292.289	100.771.745	102.273.244
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	10.143.433	10.294.570	10.447.959	10.603.634	10.761.628
Uluder-Lisanslı GES	USD	9.953.368	10.101.673	10.252.188	10.404.946	10.559.979
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	15.047.094	15.271.296	15.498.838	15.729.771	15.964.145
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	9.783.337	9.929.109	10.077.052	10.227.200	10.379.586
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	9.866.327	10.013.335	10.162.534	10.313.955	10.467.633
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	32.900.425	33.390.641	33.888.162	34.393.096	34.905.553
Yeni Lisanssız GES	USD	8.704.238	8.833.931	8.965.556	9.099.143	9.234.720
Satışlar - Karbon	USD	243.907	247.542	251.230	254.973	258.772
<i>değişim</i>	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	22.867	23.207	23.553	23.904	24.260
Uluder-Lisanslı GES	USD	22.438	22.772	23.112	23.456	23.806
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	33.921	34.426	34.939	35.460	35.988
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	35.296	35.822	36.355	36.897	37.447
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	35.595	36.126	36.664	37.210	37.765
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	74.168	75.273	76.395	77.533	78.689
Yeni Lisanssız GES	USD	19.622	19.915	20.211	20.512	20.818
Satışlar - Akaryakıt	USD	25.185.017	25.688.717	26.202.492	26.726.542	27.261.072

İNA Modeli-USD	Birim	2069T	2070T	2071T	2072T
Net Satışlar	USD	100.784.510	49.912.984	50.801.335	51.705.817
<i>değişim</i>	%	-22,35%	-50,48%	1,78%	1,78%
Satışlar - Elektrik	USD	72.785.498	21.473.094	21.793.043	22.117.760
<i>değişim</i>	%	-28,83%	-70,50%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	0	0	0	0
Uluder-Lisanslı GES	USD	0	0	0	0
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	16.202.010	0	0	0
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	10.534.242	10.691.202	10.850.501	11.012.173
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	10.623.601	10.781.893	10.942.543	11.105.587
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	35.425.645	0	0	0
Yeni Lisanssız GES	USD	0	0	0	0
Satışlar - Karbon	USD	192.718	77.470	78.624	79.795
<i>değişim</i>	%	-25,53%	-59,80%	1,49%	1,49%
Edikli-Lisanslı GES	USD	0	0	0	0
Uluder-Lisanslı GES	USD	0	0	0	0
Gülbahar-Lisanslı GES	USD	36.525	0	0	0
Menekşe Lisanslı RES-1	USD	38.005	38.571	39.146	39.729
Menekşe Lisanslı RES-2	USD	38.327	38.898	39.478	40.066
Zen Lisanssız GES Konsolide	USD	79.861	0	0	0
Yeni Lisanssız GES	USD	0	0	0	0
Satışlar - Akaryakıt	USD	27.806.294	28.362.420	28.929.668	29.508.262

İNA Modeli-USD	Birim	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	12.297.262	12.543.207	12.794.071	13.049.953	13.310.952
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	9.419.789	9.748.681	9.655.988	9.935.998	9.993.773
değişim	%	1,10%	3,49%	-0,95%	2,90%	0,58%
İletim Giderleri	USD	7.203.746	7.311.082	7.420.017	7.530.576	7.642.781
Diğer Giderler	USD	2.216.042	2.437.599	2.235.971	2.405.422	2.350.992
Amortisman	USD	-10.351.057	-11.101.057	-11.101.057	-11.101.057	-11.101.057
SMM-Toplam	USD	32.068.107	33.392.945	33.551.116	34.087.007	34.405.782
Brüt Kar-Toplam	USD	26.544.413	30.188.813	26.014.100	29.318.065	28.158.640
Faaliyet Gid.	USD	1.986.556	2.223.030	2.267.491	2.312.841	2.359.097
değişim		2,00%	11,90%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	34.612.972	37.283.690	33.036.409	36.266.466	35.031.768
EBITDA marjı	%	75%	73%	71%	72%	72%
EBITDA-Akaryakıt	USD	295.942	301.861	307.898	314.056	320.337
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	34.908.914	37.585.551	33.344.307	36.580.522	35.352.106
EBITDA marjı	%	60%	59%	56%	58%	57%
EBIT	USD	24.557.857	26.484.494	22.243.250	25.479.465	24.251.049
Vergi	USD	- 5.896.845	- 6.359.297	- 5.341.459	- 6.118.212	- 5.823.455
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	-18.750.000	0	0	0
Karbon Yatırımı	USD		-7.844			
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	-102.587	346.160	-527.005	365.615	-167.762
Serbest nakit akımı	USD	29.114.656	12.122.249	28.529.853	30.096.695	29.696.413
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	19.167.338	7.365.500	15.998.812	15.576.729	14.185.042

İNA Modeli-USD	Birim	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	13.577.171	13.848.714	14.125.688	14.408.202	14.696.366
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	10.281.592	10.455.080	10.650.865	10.807.399	10.976.105
<i>değişim</i>	%	2,88%	1,69%	1,87%	1,47%	1,56%
İletim Giderleri	USD	7.756.659	7.872.233	7.989.529	8.108.573	8.229.391
Diğer Giderler	USD	2.524.934	2.582.847	2.661.336	2.698.826	2.746.714
Amortisman	USD	-11.101.057	-11.101.057	-11.101.057	-11.101.057	-11.101.057
SMM-Toplam	USD	34.959.820	35.404.851	35.877.611	36.316.658	36.773.528
Brüt Kar-Toplam	USD	31.496.412	32.548.721	34.024.703	34.665.122	35.519.682
Faaliyet Gid.	USD	2.406.279	2.454.405	2.503.493	2.553.563	2.604.634
<i>değişim</i>		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	38.292.880	39.267.111	40.663.574	41.223.005	41.995.081
<i>EBITDA marjı</i>	%	73%	73%	73%	73%	73%
EBITDA-Akaryakıt	USD	326.744	333.279	339.945	346.743	353.678
<i>EBITDA marjı</i>	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	38.619.624	39.600.390	41.003.519	41.569.749	42.348.759
<i>EBITDA marjı</i>	%	58%	58%	59%	59%	59%
EBIT	USD	27.518.567	28.499.333	29.902.462	30.468.692	31.247.702
Vergi	USD	- 6.607.723	- 6.843.173	- 7.179.990	- 7.315.953	- 7.502.985
<i>Efektif Vergi Oranı</i>		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	0	0	0	0
Karbon Yatırımı	USD			-8.834		
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	368.370	95.087	145.162	44.772	69.786
Serbest nakit akımı	USD	31.643.530	32.662.130	33.669.533	34.209.023	34.775.988
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	13.950.213	13.289.533	12.643.625	11.856.172	11.123.785

İNA Modeli-USD	Birim	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	16.550.495	16.881.505	17.219.135	17.563.518	17.914.788
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	12.303.132	12.998.714	13.192.395	13.501.950	13.703.129
değişim	%	1,74%	5,65%	1,49%	2,35%	1,49%
İletim Giderleri	USD	9.259.505	9.800.034	9.946.054	10.153.311	10.304.595
Diğer Giderler	USD	3.043.627	3.198.680	3.246.341	3.348.639	3.398.534
Amortisman	USD	-10.065.320	-7.444.480	-7.444.480	-6.296.425	-6.296.425
SMM-Toplam	USD	38.918.948	37.324.699	37.856.010	37.361.893	37.914.342
Brüt Kar-Toplam	USD	41.614.521	46.849.744	47.660.800	50.669.508	51.520.456
Faaliyet Gid.	USD	2.933.241	2.991.906	3.051.744	3.112.779	3.175.035
değişim		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	46.526.231	49.046.834	49.762.373	51.525.738	52.277.597
EBITDA marjı	%	73%	73%	73%	74%	74%
EBITDA-Akaryakıt	USD	398.299	406.265	414.391	422.678	431.132
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	46.924.530	49.453.099	50.176.763	51.948.417	52.708.729
EBITDA marjı	%	58%	59%	59%	59%	59%
EBIT	USD	36.859.210	42.008.619	42.732.283	45.651.992	46.412.304
Vergi	USD	- 8.850.193	- 10.086.131	- 10.259.892	- 10.960.705	- 11.143.264
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	-11.575.220	0	-4.840.000	0
Karbon Yatırımı	USD					-11.203
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	127.755	769.563	58.626	409.408	61.899
Serbest nakit akımı	USD	37.946.582	27.022.184	39.858.245	35.738.304	41.492.362
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	7.501.732	4.930.360	6.711.903	5.554.318	5.951.607

INA Modeli-USD	Birim	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakt	USD	18.273.084	18.638.546	19.011.317	19.391.543	19.779.374
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	13.907.306	14.114.525	14.324.831	15.099.171	15.324.149
değişim	%	1,49%	1,49%	1,49%	5,41%	1,49%
İletim Giderleri	USD	10.458.134	10.613.960	10.772.108	11.386.109	11.555.762
Diğer Giderler	USD	3.449.172	3.500.564	3.552.723	3.713.062	3.768.387
Amortisman	USD	-6.296.425	-6.296.425	-6.296.425	-4.022.848	-4.022.848
SMM-Toplam	USD	38.476.814	39.049.495	39.632.572	38.513.562	39.126.371
Brüt Kar-Toplam	USD	52.384.126	53.260.709	54.150.398	59.057.340	59.999.614
Faaliyet Gid.	USD	3.238.535	3.303.306	3.369.372	3.436.760	3.505.495
değişim		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	53.040.340	53.814.125	54.599.108	57.125.826	57.959.473
EBITDA marjı	%	74%	73%	73%	74%	73%
EBITDA-Akaryakt	USD	439.755	448.550	457.521	466.671	476.004
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	53.480.095	54.262.675	55.056.629	57.592.497	58.435.477
EBITDA marjı	%	59%	59%	59%	59%	59%
EBIT	USD	47.183.670	47.966.250	48.760.205	53.569.649	54.412.629
Vergi	USD	- 11.328.478	- 11.516.385	- 11.707.024	- 12.861.382	- 13.063.791
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	0	0	-20.668.876	0
Karbon Yatırımı	USD					
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	62.687	63.484	64.290	692.089	68.459
Serbest nakit akımı	USD	42.088.930	42.682.805	43.285.314	23.370.149	45.303.228
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	5.571.899	5.215.040	4.881.064	2.432.230	4.351.527

İNA Modeli-USD	Birim	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	20.174.961	20.578.461	20.990.030	21.409.830	21.838.027
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	15.758.129	15.992.925	16.231.219	16.473.064	16.874.563
değişim	%	2,83%	1,49%	1,49%	1,49%	2,44%
İletim Giderleri	USD	11.822.037	11.998.186	12.176.959	12.358.395	12.639.294
Diğer Giderler	USD	3.936.091	3.994.739	4.054.261	4.114.669	4.235.269
Amortisman	USD	-3.339.515	-3.339.515	-3.339.515	-3.339.515	-3.272.848
SMM-Toplam	USD	39.272.605	39.910.900	40.560.764	41.222.410	41.985.438
Brüt Kar-Toplam	USD	63.551.101	64.550.247	65.564.330	66.593.574	68.813.705
Faaliyet Gid.	USD	3.575.605	3.647.117	3.720.059	3.794.460	3.870.349
değişim		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	60.434.539	61.316.778	62.211.798	63.119.782	65.149.748
EBITDA marjı	%	74%	74%	74%	73%	74%
EBITDA-Akaryakıt	USD	485.525	495.235	505.140	515.243	525.547
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	60.920.064	61.812.013	62.716.938	63.635.024	65.675.296
EBITDA marjı	%	59%	59%	59%	59%	59%
EBIT	USD	57.580.549	58.472.499	59.377.423	60.295.509	62.402.447
Vergi	USD	- 13.824.187	- 14.038.352	- 14.255.633	- 14.476.075	- 14.981.843
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	-23.000.000	0	0	0	-18.000.000
Karbon Yatırımı	USD	-12.617				
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	426.469	73.486	74.427	75.379	214.307
Serbest nakit akımı	USD	23.656.791	47.700.175	48.386.878	49.083.571	32.479.146
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	2.097.190	3.902.753	3.653.827	3.420.786	2.089.121

İNA Modeli-USD	Birim	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakt	USD	22.274.788	22.720.283	23.174.689	23.638.183	24.110.946
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	17.125.994	17.381.171	17.640.150	17.902.989	18.169.743
değişim	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
İletim Giderleri	USD	12.827.619	13.018.751	13.212.730	13.409.600	13.609.403
Diğer Giderler	USD	4.298.375	4.362.420	4.427.421	4.493.389	4.560.341
Amortisman	USD	-3.272.848	-3.272.848	-3.272.848	-3.272.848	-3.272.848
SMM-Toplam	USD	42.673.629	43.374.302	44.087.688	44.814.020	45.553.538
Brüt Kar-Toplam	USD	69.890.475	70.983.342	72.092.548	73.218.337	74.360.957
Faaliyet Gid.	USD	3.947.756	4.026.712	4.107.246	4.189.391	4.273.179
değişim		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	66.100.741	67.065.508	68.044.248	69.037.160	70.044.448
EBITDA marjı	%	74%	74%	74%	74%	74%
EBITDA-Akaryakt	USD	536.058	546.780	557.715	568.869	580.247
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	66.636.799	67.612.288	68.601.963	69.606.030	70.624.695
EBITDA marjı	%	59%	59%	59%	59%	59%
EBIT	USD	63.363.951	64.339.440	65.329.115	66.333.182	67.351.847
Vergi	USD	- 15.212.709	- 15.446.933	- 15.684.565	- 15.925.652	- 16.170.246
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	0	0	0	0
Karbon Yatırımı	USD		-14.209			
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	79.171	80.184	81.209	82.245	83.293
Serbest nakit akımı	USD	51.344.919	52.070.962	52.836.190	53.598.132	54.371.156
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	3.048.076	2.852.944	2.671.766	2.501.416	2.341.931

İNA Modeli-USD	Birim	2064T	2065T	2066T	2067T	2068T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	24.593.165	25.085.029	25.586.729	26.098.464	26.620.433
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	18.440.472	18.715.235	18.994.092	19.277.104	19.564.333
değişim	%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%	1,49%
İletim Giderleri	USD	13.812.183	14.017.984	14.226.852	14.438.832	14.653.971
Diğer Giderler	USD	4.628.290	4.697.251	4.767.240	4.838.272	4.910.362
Amortisman	USD	-3.272.848	-3.272.848	-3.206.542	-3.206.542	-3.102.702
SMM-Toplam	USD	46.306.486	47.073.112	47.787.364	48.582.110	49.287.468
Brüt Kar-Toplam	USD	75.520.660	76.697.701	77.958.648	79.171.149	80.505.620
Faaliyet Gid.	USD	4.358.642	4.445.815	4.534.731	4.625.426	4.717.934
değişim		2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	71.066.317	72.102.976	73.154.637	74.221.514	75.303.825
EBITDA marjı	%	74%	74%	73%	73%	73%
EBITDA-Akaryakıt	USD	591.852	603.689	615.763	628.078	640.639
EBITDA marjı	%	2%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	71.658.169	72.706.665	73.770.399	74.849.592	75.944.464
EBITDA marjı	%	59%	59%	59%	59%	59%
EBIT	USD	68.385.321	69.433.817	70.563.858	71.643.050	72.841.762
Vergi	USD	- 16.418.396	- 16.670.153	- 16.941.483	- 17.200.613	- 17.488.429
Efektif Vergi Oranı		24%	24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	0	0	0	0
Karbon Yatırımı	USD			-16.001		
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	84.354	85.427	99.849	87.609	109.606
Serbest nakit akımı	USD	55.155.419	55.951.085	56.713.066	57.561.370	58.346.429
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	2.192.618	2.052.828	1.920.421	1.798.928	1.682.931

İNA Modeli-USD	Birim	2069T	2070T	2071T	2072T
SMM-Amortisman Hariç-Akaryakıt	USD	27.152.842	27.695.899	28.249.817	28.814.813
SMM-Amortisman Hariç-Enerji	USD	17.285.499	2.766.007	2.807.221	2.849.048
<i>değişim</i>	%	-11,65%	-84,00%	1,49%	1,49%
İletim Giderleri	USD	13.758.920	1.648.526	1.673.089	1.698.018
Diğer Giderler	USD	3.526.579	1.117.481	1.134.132	1.151.030
Amortisman	USD	-2.298.171	-1.266.529	-1.266.529	-1.266.529
SMM-Toplam	USD	46.736.512	31.728.434	32.323.566	32.930.390
Brüt Kar-Toplam	USD	54.047.998	18.184.549	18.477.769	18.775.427
Faaliyet Gid.	USD	3.254.971	891.679	909.513	927.703
<i>değişim</i>		-31,01%	-72,61%	2,00%	2,00%
EBITDA-Enerji	USD	52.437.746	17.892.878	18.154.934	18.420.804
<i>EBITDA marjı</i>	%	72%	83%	83%	83%
EBITDA-Akaryakıt	USD	653.452	666.521	679.852	693.449
<i>EBITDA marjı</i>	%	2%	2%	2%	2%
EBITDA-Konsolide	USD	53.091.198	18.559.399	18.834.786	19.114.253
<i>EBITDA marjı</i>	%	53%	37%	37%	37%
EBIT	USD	50.793.027	17.292.870	17.568.257	17.847.724
Vergi	USD	- 12.196.861	- 4.156.954	- 4.223.180	- 4.290.388
<i>Efektif Vergi Oranı</i>		24%	24%	24%	24%
Yatırım	USD	0	0	0	0
Karbon Yatırımı	USD				
İşletme Sermayesi Değişimi	USD	-3.063.286	-3.253.021	-10.185	238.569
Serbest nakit akımı	USD	43.957.623	17.655.466	14.621.791	14.585.296
AOSM	%	8,4%	8,4%	8,4%	8,4%
İndirgenmiş nakit akımı (İNA)	USD	1.170.188	433.780	331.559	305.242

İNA Değeri-USD	
Firma Değeri (2024-2072)	269.921.267
Net Borç	78.331.127
Piyasa Değeri-30.09.2024	191.590.140
Piyasa Değeri-02.01.2025	198.031.002

Piyasa Çarpanları Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
198,8 mn USD piyasa değerine
işaret etmekte**

19 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 2 Ocak 2025 tarihidir. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. Değerlemede enerji şirketlerinin değerlendirilmesinde çoklukla kullanılan EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. F/K ise hem enerji şirketlerinde fazla kullanılmamaları hem de tek seferlik etkileri bünyesinde bulundurması nedeniyle tercih edilmemiştir.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler

Şirket	Açıklama
Alerion Cleanpower	Alerion Cleanpower, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren bir İtalyan şirkettir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi ve güneş enerjisi yatırımları bulunmaktadır. Alerion Cleanpower, rüzgar türbinleri ve güneş enerjisi tesisleri geliştirme, kurma ve işletme konusunda uzmandır.
Cloudberry Clean Energy Asa	Cloudberry Clean Energy ASA, Norveç merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterir. Ana faaliyet alanları arasında hidroelektrik, rüzgar enerjisi ve güneş enerjisi gibi yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi yer almaktadır.
Edp Renovaves Sa	EDP Renováveis SA, Portekiz merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterir. Ana faaliyet alanları rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesidir. Şirket, rüzgar enerjisi tesislerini inşa ederek elektrik üretir ve bu enerjiyi satışa sunar.
Grenergy Renovables	Grenergy Renovables, İspanya merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterir. Ana faaliyet alanları arasında güneş enerjisi ve rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, güneş panelleri ve rüzgar türbinleri gibi teknolojileri kullanarak temiz enerji üretir ve bu enerjiyi satışa sunar.
Neoen Sa	Neoen SA, Fransa merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında güneş enerjisi, rüzgar enerjisi, enerji depolama ve enerji yönetimi bulunmaktadır.
Opdenery Holdings Sa	Opdenery Holdings SA, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Ana faaliyet alanları arasında güneş enerjisi ve rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, güneş panelleri ve rüzgar türbinleri gibi teknolojileri kullanarak temiz enerji üretir ve bu enerjiyi satışa sunar.
Terna Energy Sa	Terna Energy SA, Yunanistan merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi, güneş enerjisi, hidroelektrik ve biyokütle enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, çeşitli yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretir ve bu enerjiyi genellikle Yunanistan'da ve uluslararası pazarda satışa sunar.
Tion Renew ables Ag	Tion Renewables AG, Almanya merkezli bir şirket olup yenilenebilir enerji alanında faaliyet gösteren bir şirkettir. Şirket portföyünde rüzgar elektrik santralleri ile güneş elektrik santralleri bulunmaktadır.
Vollata Sa- Regr	Vollata SA, Fransa merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösterir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi, güneş enerjisi, hidroelektrik enerjisi ve biyokütle enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesiyle ilgilenmektedir.
Pne Ag	"PNE AG", Almanya merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır.
Norsk Renew ables As	"Norsk Renewables AS", Norveç merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Şirket, ana faaliyet alanı olarak hidroelektrik enerjisi ve rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesiyle ilgilenmektedir.
Brookfield Renew able Partners	Brookfield Renewable Partners, yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren bir şirkettir. Ana faaliyet alanları arasında hidroelektrik enerjisi, rüzgar enerjisi, güneş enerjisi ve enerji depolama projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, çeşitli yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretir ve temiz enerjiye katkı sağlar.
Innergex Renew able Energy	Innergex Renewable Energy, Kanada merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında hidroelektrik enerjisi, rüzgar enerjisi, güneş enerjisi ve diğer yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi bulunmaktadır.
Cecep Wind Pow er Corp-A	CECEP Wind Power Corporation, Çin merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır.
China Energine International	"China Energy Engineering Corporation Limited (China Energy)" bünyesindeki "China Energy International Corporation Limited (China Energy International)" Çin dışındaki enerji projelerinde faaliyet gösteren bir şirkettir. Ana faaliyet alanları arasında enerji altyapısı, elektrik üretimi ve enerji projelerinin geliştirilmesi bulunmaktadır. Şirket, genellikle yurt dışındaki kömür, rüzgar, güneş, hidroelektrik ve diğer enerji kaynaklarından elektrik üretimi için projeler geliştirir, kurar ve işletir.
Ningxia Jaze Renew ables C-A	Ningxia Jaze Renewable Corporation Limited, Çin merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında rüzgar enerjisi ve güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır.
Tungshu Azure Renew able En-A	Tungshu Azure Renewable Energy Co., Ltd. (Tungshu Azure), Çin merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında güneş enerjisi ve rüzgar enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, güneş panelleri ve rüzgar türbinleri gibi teknolojileri kullanarak temiz enerji üretir ve bu enerjiyi elektrik şebekesine entegre eder.
Jinke Pow er Technology Co -A	Jinke Power Technology Co., Ltd., Çin merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında güneş enerjisi projelerinin geliştirilmesi, kurulması ve işletilmesi bulunmaktadır. Şirket, güneş panelleri üretir ve güneş enerjisi tesisleri inşa ederek temiz enerji üretir.
China Three Gorges Renew ab-A	China Three Gorges Renewables Group Co., Ltd., Çin merkezli bir şirkettir ve yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermektedir. Ana faaliyet alanları arasında hidroelektrik enerjisi, rüzgar enerjisi, güneş enerjisi ve diğer yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi bulunmaktadır. Şirket, çeşitli yenilenebilir enerji projeleri geliştirir, kurar ve işletir.

Ülkesiz Enerji Yatırımları Fiziksel Çerçevesinde															
Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	Son 12 Ay				2022-2023			2022-2023		Son 12 Ay	Carf
					EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	EV/EBITDA24T	YBBO (%)	YBBO (%)	EBITDA Aralık	EBITDA Mart		
Avrupa Değerli ve Çeşitlenmiş Önemli Ürünler	CloudBerry Clean Energy Aas	CLOUD NO Equity	Norveç	315	21,1	8,1	13,4	0,9	M.D	545,1%	M.D	1,2%	3,8	0,2	
	Alstom Cleanpower	ARN IM Equity	İtalya	844	9,3	8,9	25,4	3,1	M.D	29,9%	29,3%	M.D	3,7	1,6	
	Edp Renovables Sa	EDPR PL Equity	İspanya	10.822	24,3	11,6	188,6	0,9	10,2	10,3%	5,7%	47,8%	8,9	0,7	
	Orweny Renovables	GRE SM Equity	İspanya	1.946	15,5	3,2	22,3	2,7	8,5	22,3%	19,5%	M.D	8,9	2,1	
	Nasen Sa	NEOEN FP Equity	Fransa	6.284	19,1	19,0	81,6	2,2	13,8	22,3%	19,5%	M.D	7,8	1,4	
	Opportunity Holdings Sa	OPDE SM Equity	İspanya	2.906	20,6	16,7	M.D	M.D	M.D	31,2%	148,1%	M.D	11,1	3,3	
	Terna Energy Sa	YENERGY GA Equity	Yunanistan	2.440	15,8	9,5	35,2	6,2	M.D	9,8%	1,2%	M.D	4,3	1,9	
	Tiess Renewable Ag	TIOM GR Equity	Fransa	5.345	13,2	7,7	M.D	M.D	M.D	99,9%	M.D	M.D	7,3	0,2	
	Volta Sa- Regr	VLTA FP Equity	Almanya	1.033	11,7	5,6	30,6	0,9	10,4	29,9%	25,5%	M.D	7,5	1,4	
	Pre Ag	PNE3 GR Equity	Almanya	891	54,3	14,5	M.D	5,1	M.D	3,8%	M.D	26,7%	30,3	5,8	
	Norsk Renewables As	NSOL NO Equity	Norveç	5	M.D	8,8	M.D	2,4	M.D	21,3%	M.D	-154,8%	M.D	3,6	
	Ortalama			2.621	16,7	3,2	17,8	1,8	10,7	78,9%	35,1%	-19,8%	9,8	2,2	
	Medyan			1.063	16,6	3,3	17,8	1,5	18,3	39,0%	21,2%	84,9%	7,1	1,8	
	Minimum			5	9,3	3,2	13,4	0,9	8,5	3,6%	1,2%	-64,8%	3,7	0,2	
Maksimum			10.822	54,3	19,0	188,6	5,4	19,8	545,1%	148,1%	47,8%	30,3	6,6		
Amerikan Değerli ve Çeşitlenmiş Önemli Ürünler	Brookfield Renewable Partner	BEPJ CN Equity	Kanada	15.229	17,5	8,8	M.D	1,4	24,3	9,8%	7,4%	66,9%	5,5	1,0	
	Inovity Renewable Energy	INE CN Equity	Kanada	1.139	M.D	M.D	M.D	1,8	10,0	8,9%	9,6%	M.D	M.D	4,4	
	Ortalama			8.184	17,5	M.D	M.D	1,6	17,1	14,6%	8,4%	56,9%	6,6	2,7	
	Medyan			3.184	17,5	M.D	M.D	1,6	17,1	14,6%	8,4%	56,9%	6,6	2,7	
	Minimum			1.139	17,5	8,9	M.D	1,4	M.D	8,9%	7,4%	66,9%	5,5	1,0	
Maksimum			15.229	17,5	8,9	M.D	1,8	M.D	18,3%	9,6%	66,9%	6,6	4,4		
Diğer Değerli ve Çeşitlenmiş Önemli Ürünler	Cecep Wind Power Corp-A	901018 CH Equity	Çin	2.682	M.D	6,9	13,0	1,1	8,8	36,3%	M.D	M.D	M.D	1,1	
	China Energy International	1165 HK Equity	Hongkong	22	0,7	9,6	0,3	M.D	M.D	98,1%	M.D	M.D	(0,1)	0,0	
	Ningxia Jize Renewable Co-A	901610 CH Equity	Çin	1.061	M.D	6,5	10,9	1,1	M.D	33,6%	M.D	M.D	M.D	1,1	
	Tungshu Azure Renewable En-A	900040 CH Equity	Çin	178	M.D	M.D	M.D	0,1	M.D	-20,3%	M.D	M.D	M.D	0,4	
	Jufo Power Technology Co -A	801779 CH Equity	Çin	1.312	M.D	4,9	46,8	0,8	7,0	8,9%	M.D	M.D	M.D	0,9	
	China Three Gorges Renewab-A	600965 CH Equity	Çin	16.619	M.D	11,3	17,6	1,4	10,7	83,8%	M.D	M.D	M.D	1,7	
	Ortalama			3.842	A.D	4,9	13,9	0,9	8,8	29,7%	M.D	M.D	(0,1)	0,9	
	Medyan			1.987	A.D	4,9	13,9	1,1	8,8	29,9%	M.D	M.D	M.D	1,0	
	Minimum			22	0,7	4,8	0,3	0,1	7,0	-26,3%	0,0%	0,0%	M.D	0,0	
	Maksimum			16.619	0,7	14,3	46,8	1,4	10,7	96,1%	0,0%	0,0%	(9,1)	1,7	
Diğer	Ortalama			3.703	16,8	4,1	15,4	1,3	11,5	56,6%	28,2%	-4,3%	8,1	1,6	
	Medyan			1.139	16,8	4,1	13,4	1,1	10,2	26,3%	19,5%	26,7%	7,1	1,4	
	Minimum			5	0,7	3,2	0,3	0,1	7,0	-20,3%	1,2%	-154,8%	-0,1	0,0	
	Maksimum			16.619	54,3	19,0	168,6	5,4	24,3	545,1%	148,1%	56,9%	30,3	5,8	
	Biogas Grup Enerji			186,8	16,8	6,3	5,7	3,6	10,2	48,7%	45,8%	60,3%	4,7	1,4	
	Keynel: Bloomberg														

Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

Benzer şirketlerden 263,7 mn USD piyasa değerine ulaşılmıştır.

Benzer şirketler. BIST'te işlem gören ve santral portföyünün tamamına yakını GES'lerden oluşan şirketler tespit edilmiştir. Yapılan inceleme sonunda portföyünün tamamı GES'lerden oluşan şirketler HUNER, ESEN, KARYE ve ZEDUR'dur. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmezken değerlemelerde medyan çarpanlar kullanılmıştır. Gerek yurtiçi gerekse yurtdışı çarpanlardan değer hesaplamasında kullanılan EBITDA tutarı kapasite ve verimlilik artışı için Şeker Çevre Fizibilite Danışmanlık'tan alınan 400 bin USD tutarındaki tek seferlik gider göz önünde bulundurularak normalize edilmiş ve 16.742.295 USD olarak hesaplanmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır. F/K çarpanına yer verilmemesinin nedeni ise kur artışı nedeniyle oluşan kur farkı giderlerinin finansman kaynaklı ve tek seferlik bir gider olması nedeniyle karı normalize seviyelerinden oldukça uzaklaştırması ve TMS-29 uygulayan şirketlerde oluşan net dönem karının nominal kar yerine; enflasyona göre göreceli kar seviyelerine işaret ediyor olmasıdır. Net parasal pozisyon hesabı bir torba hesap olarak karların tahminini zorlaştırdığı için tahmin edilmesi zor bir kalem üzerinde değeri bina etmek makul görülmemiştir.

Benzer Şirketler		Net Satış Artışı		EBITDA Artışı		2024/09		2024/09		2024/09	
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (Milyon TL)	EV/ EBITDA 2024/09	EV/ Satışlar 2024/09	F/K 2024/09	PD/DD 2024/09	2023-2024/09 YBBO(%)	2023-2024/09 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
HUNER	Hun Yenilenebilir Enerji	106	5,6	5,6	582,2	0,9	58%	103%	99,4%	1,6	0,4
KARYE	Kartal Yen. Enerji	43	20,4	4,9	6,7	0,6	56%	-30%	24,1%	5,9	0,2
ESEN	Esenboğa Elektrik	189	23,7	8,8	6,2	0,6	-17%	-6%	36,2%	8,0	0,3
ZEDUR	Zedur Enerji	43	31,2	12,6	4,4	0,8	3%	-29%	40,4%	5,5	0,2
Ortalama		95	16,6	7,9	6,2	0,9	25,2%	9,6%	60,0%	5,2	0,3
Medyan		74	20,4	7,1	6,2	0,9	29,9%	-17,5%	38,3%	5,7	0,3
Minimum		43	5,6	4,9	4,4	0,6	-17,5%	-30,1%	24,1%	1,6	0,2
Maksimum		189	31,2	12,6	582,2	0,9	58,4%	103,4%	99,4%	8,0	0,4
Birleşim Grup Enerji (mn USD)		264	20,4	10,3	12,9	4,7	49,7%	45,6%	50,3%	4,7	1,4

Çarpan Değerlemesi**Çarpanlara %50 ağırlık verilmiştir**

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. F/K çarpanına yer verilmemesinin nedeni kur artışı nedeniyle oluşan kur farkı giderlerinin finansman kaynaklı ve tek seferlik bir gider olması nedeniyle karı normalize seviyelerinden oldukça uzaklaştırması ve TMS-29 uygulayan şirketlerde oluşan net dönem karının nominal kar değil aslında enflasyona göre göreceli kar seviyelerine işaret ediyor olmasıdır. Değerlemede İNA ve Çarpan metodunda gelen değerlere %50'şer ağırlık verilerek nihai değer tespit edilmiştir

Mn USD	Değer
Birleşim EBITDA 2024/09 4Ç	16,7
Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	20,4
Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	342,0
Birleşim Net Borç 2024/09	78,3
Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	263,7
Benzer Şirketler Çarpanından Gelen Nihai Piyasa Değeri	263,7

Mn USD	Değer
Birleşim EBITDA 2024/09 4Ç	16,7
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	16,6
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	277,1
Birleşim Net Borç 2024/09	78,3
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	198,8
Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpanından Gelen Nihai Piyasa Değeri	198,8

Nihai Değer

171,7 mn \$ iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

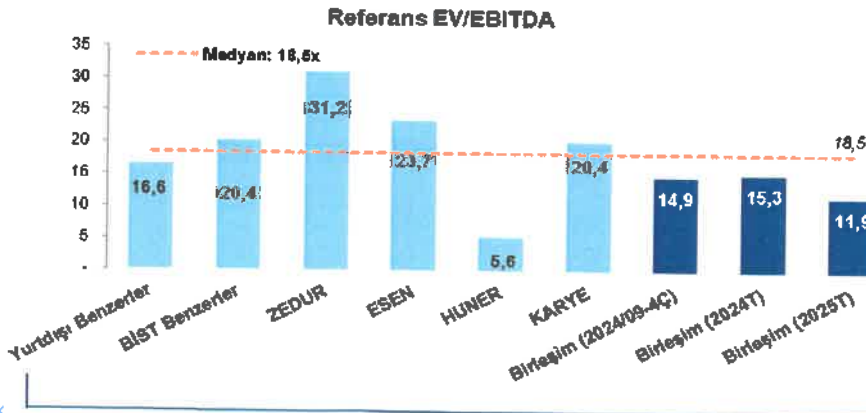
Halka arz piyasa değeri 2024/09 son 4 çeyrek EBITDA ve net kar verisine göre 14,9x EV/EBITDA ve 8,4x F/K çarpanına işaret etmektedir

11,9x EV/EBITDA25T. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz INA'ya %50 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %50 ağırlık verilmiştir. Şirket'in ana faaliyeti gereği borsada portföyü GES ağırlıklı şirketler BİST benzerler olarak belirlenirken yurtdışı piyasalarda işlem gören benzerler de çalışmada dikkate alınmıştır. BİST Benzer ve yurtdışı benzerlere %25'er ağırlık verilmiştir. **Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası 171,7 mn \$ piyasa değeri ve 2 Ocak 2025 USD kapanış kuruna göre de pay başı 12,14 TL değer tespit edilmiştir.** Bulunan değer cari 14,9x EV/EBITDA ve 8,4x F/K çarpanlarına işaret ederken BİST Benzer ve yurtdışı örneklem ortalama verilerinin altında bir çarpana ulaşılmıştır. **2024 RES yatırımı, 2027 kapasite artışı ve 2030 kapasite artışlarının yaratacağı büyüme beklentisi, kurdaki artışları gelirlere yansıtılabilen iş modeli, yerli ekipman desteği ile YEKDEM fiyatlarının üzerinde teşvikli elektrik fiyatları, uzun YEKDEM S lisans süreleri, lisanslı GES'lerde düşük sistem kullanım bedeli ve yüksek EBITDA marjı, uzun vadeli döviz bazlı düşük borçlanma maliyeti, yenilenebilir enerji gibi stratejik bir sektörde faaliyet gösterilmesi ve enerji gelirlerine ek akaryakıt tesis gelirleri temel yatırım unsurları olarak öne çıkmaktadır. 2024 yılında tüm değişkenler aynı yatırım unsurları olarak öne kurdaki artış TL bazlı gelirleri artıracaktır.**

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
Metodolojiler			
INA	198,0	50,0%	14,00
Yurtdışı Benzerler	198,8	25,0%	14,05
BİST Benzer	263,7	25,0%	18,64
Halka Arz Piyasa Değeri	214,6	100%	15,17
Halka Arz İskontosu	-20%		
Nihai Değer	171,7		
02.01.2025 Tarihli USD/TL	35,34		
Piyasa Değeri (mTL)	6.069		12,14

Değer Çarpanları	2024/09-4Ç	2024T	2025T
EV/EBITDA	14,9	15,3	11,9
F/K	8,4	m.d.	m.d.
EV/Net Satış	7,5	7,4	65,2
PD/DD	3,1	m.d.	m.d.

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Sektör

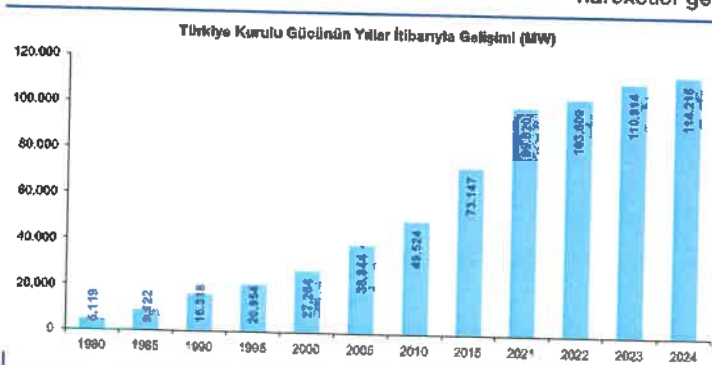
Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı; %28,2'si hidrolik enerji, %21,6'sı doğal gaz, %19,2'si kömür, %10,8'i rüzgâr, %16,4'ü güneş, %1,5'i jeotermal ve %2,4'ü ise diğer kaynaklar şeklindedir.

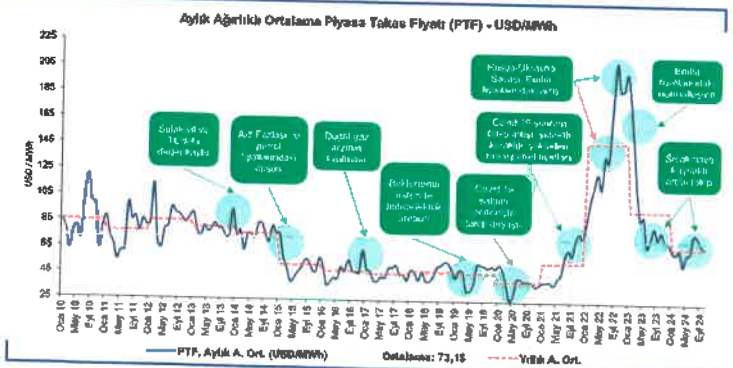
Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İstiklal Bulvarı No:33 Şişli/Beşiktaş/İstanbul
İç Kapı No:107 / Altışişli / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D. No: 2787 / 2787
Mersis No:0478003678700011

Kısaca Türkiye elektrik piyasası görünümü. Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2023 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında artarak 335,2 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %0,8 artarak 331,1 TWh olarak gerçekleşmiştir. 2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 114,215 MW'a ulaşmıştır. 2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı; %28,2'si hidrolik enerji, %21,6'sı doğal gaz, %19,2'si kömür, %10,8'i rüzgâr, %16,4'ü güneş, %1,5'i jeotermal ve %2,4'ü ise diğer kaynaklar şeklindedir. Ayrıca ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2024 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla 31.590'a (Lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir.

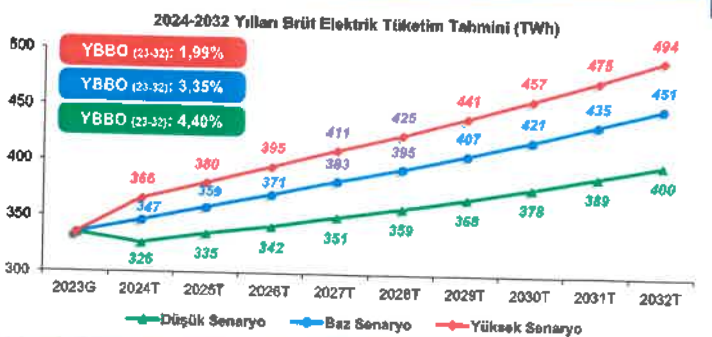
Piyasa Takas Fiyatı (PTF). Üretim ve tüketim arasındaki dengenin sağlanması enerji sektörünün en önemli unsurlarından biridir. Tüketim talebinden fazla elektrik üretimi yapılması durumunda kaynaklar israf olacak ve maliyetler yükselecektir. Aynı şekilde elektrik talebini karşılamaya yetmeyen üretim elektrik arzında yetersizliklere ve kesintilerin yaşanmasına sebep olur. Piyasa takas fiyatı da üretim ve tüketim dengesinin sağlandığı noktada eşleşen o anda sistemde olan en pahalı elektrik santralının elektrik enerjisi fiyatıdır. Türkiye'de piyasa takas fiyatı Merit Order yöntemi ile belirlenmektedir. Merit Order yöntemi ile tüketim talebini karşılayacak olan üretim tesislerinin en ekonomik şekilde sisteme alınmasını ve sürdürülebilir tedarikin sağlanmasında maliyetin minimize edilmesi hedeflenir. Merit Order modeline göre, saatlik tüketim talepleri piyasa katılımcılarından toplanarak her bir günün her saati için ihtiyaç duyulacak olan elektrik enerjisi miktarı bir gün öncesinden tahmin edilir. Bu doğrultuda her bir saat için elektrik ihtiyacını karşılayacak santraller en ucuzdan en pahalıya doğru devreye alınmaya başlanır. Herhangi bir saat için elektrik ihtiyacını karşılayan son santralin elektrik fiyatı piyasa takas fiyatını belirler. 2010 yılından 2015 yılına kadar PTF fiyatları ortalama fiyatın çevresinde hareket etmiş olup 2015 yılında arz fazlası ve petrol fiyatlarının düşmesi, Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrallerinin fiyat rekabetçiliğinin artmasıyla birlikte aşağı yönlü hareket yaşanmıştır. 2016-17 yıllarında doğal gaz arzının kısılmasının düşük üretime yol açması ve düşük yağış miktarının HES'lerin üretimini azalmasına neden olması nedeniyle artış yaşanmıştır. 2018-19 yıllarında BOTAŞ'ın döviz krizi sırasında doğalgaz tarifelerini TL bazında %49,5 artması ve USD bazında PTF ise sabit kalmıştır. 2019 yılında beklenenin üstünde hidroelektrik üretimi fiyat hareketlerine sebebiyet vermiştir. 2020 yılında Covid 19 pandemisi nedeniyle talep kanadında yaşanan ciddi kayıplarla PTF gerilemiştir. Covid 19 sonrasında yaşanan talep artışı, şiddetli kuraklık ve Brent Petrol fiyatlarının yükselmesiyle birlikte PTF yükselişe geçmiş, 2022 yılında Rusya-Ukrayna Savaşı nedeniyle uluslararası enerji piyasalarından oluşan sıkıntılar, rekor seviyelere ulaşan emtia fiyatları, PTF'yi rekor seviyelere sürüklemiştir. Emtia fiyatlarındaki normalleşme ile birlikte BOTAŞ'ın elektrik santralleri için doğal gaz tarifelerinin düşmesi PTF'nin gerilemesine neden olmuştur. 2023 yılının 2. ve 3. çeyreklerinde sıcak hava kaynaklı artan talebin etkisi ile fiyatlarda yukarı yönlü hareketler gerçekleşmiştir.



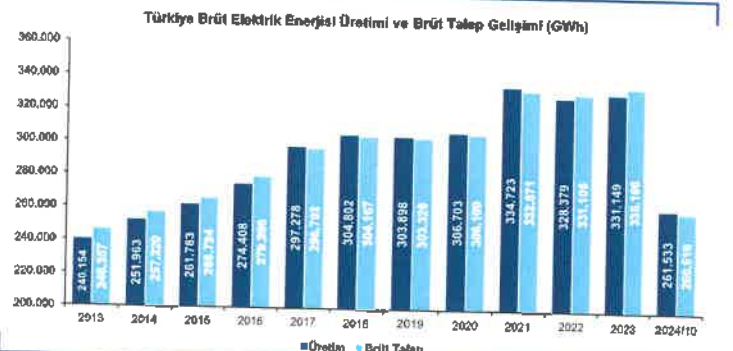
Kaynak: TEİAŞ



Kaynak: EPIAŞ, Info Yatırım



Kaynak: TEİAŞ



Sektör

2023 yılı sonu itibarıyla kaynak bazında kurulu güç ve üretim değerlerine göre toplam 107.050 MW kurulu güçte 11.691 MW güç ile %10,92, toplam 322.139.430,858 MWh üretimde ise 18.788.820,825 MWh ile %5,83'ünü GES oluşturmaktadır.

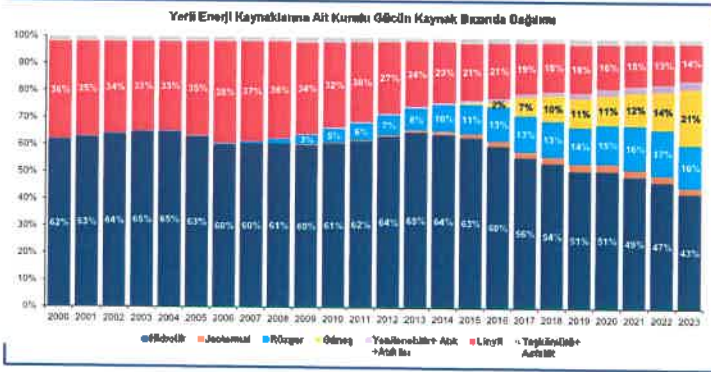
Yerli enerji kaynaklarına ait kurulu gücün Türkiye toplam kurulu gücü içindeki payının yıllar itibarıyla gelişimi incelendiğinde son 20 yılda bu oran ortalama %57,7 olup 2023 yılında %67,6 seviyesindedir.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İtilahın No:3 Akademy Network
İç Kapı No:88 Ataşehir İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.D.478 0038737
Mersis No:0478003873700011

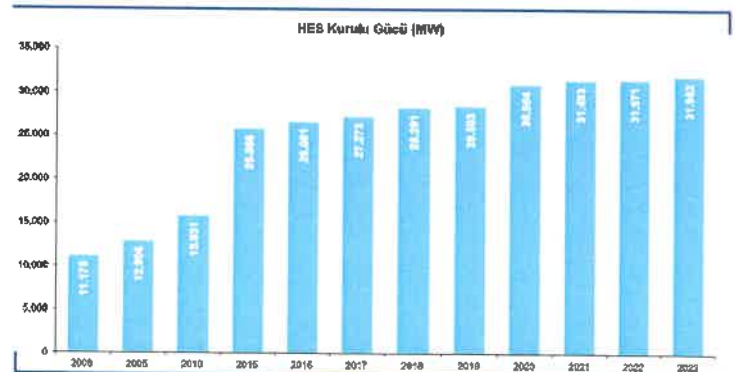
Kısaca Türkiye'de GES'lerin görünümü. Ülkemiz, mevcut coğrafi konumu nedeniyle önemli bir güneş enerjisi potansiyeline sahiptir. Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlasına (GEPA) göre, ortalama yıllık toplam güneşlenme süresi 2.741 saat (günlük 7,5 saat) olup ortalama yıllık toplam ışınım değeri 1.527,46 kWh/m² (günlük 4,2 kWh/m²) olarak hesaplanmıştır. 2023 yılı sonu itibarıyla kaynak bazında kurulu güç ve üretim değerlerine göre toplam 107.050 MW kurulu güçte 11.691 MW güç ile %10,92, toplam 322.139.430,858 MWh üretimde ise 18.788.820,825 MWh ile %5,83'ünü GES oluşturmaktadır.

Kısaca Türkiye'de HES'lerin görünümü. Ülkemizin sahip olduğu coğrafi konum ve jeolojik yapısı nedeniyle yenilenebilir enerji kaynakları içerisinde en önemli potansiyellerden biri hidrolik enerjidir. Türkiye'nin brüt hidroelektrik enerji potansiyeli DSİ verilerine göre 433 milyar kWh civarındadır. Türkiye'nin hidroelektrik enerji potansiyeli, dünyanın %1'ine, Avrupa'nın %16'sına karşılık gelmekte olup potansiyel açısından Avrupa'da Norveç'ten sonra ikinci sıradadır. 2023 yılında elektrik üretiminin, %22,38'i ithal kömürden, %20,88'i doğal gazdan, %13,38'i barajlı enerjiden, %12,50'si linyitten, %10,52'si rüzgârdan, %6,05'i akarsu enerjisinden, %5,83'ü güneş enerjisinden ve %8,46'sı diğer kaynaklardan elde edilmiştir. EPIAŞ raporuna göre, elektrik üretim santrallerinin kurulu güçleri kaynak bazında hidrolik enerjinin payı 23.650 MW (%22,2) ile barajlı, 8.312 MW (%7,8) ile akarsu olmak üzere toplam 31.962 MW'dir (%30).

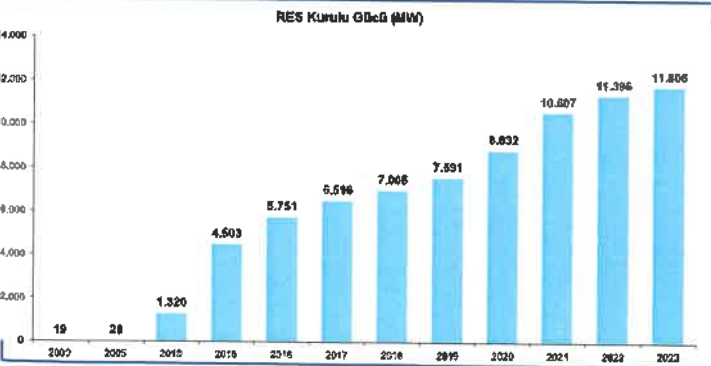
Kısaca RES'lerin görünümü. Rüzgâr Enerjisi Birliği WindEurope tarafından hazırlanan "2022 Avrupa Rüzgâr İstatistikleri ve 2023-2027 Görünümü" raporuna göre, Avrupa'da ulaşılan toplam 254 bin 788 MW'lık kurulu gücün üçte birini oluşturan 5 ülke, toplam rüzgar enerjisi kapasitelerine göre Almanya 66 bin 322 MW, İspanya 29 bin 798 MW, Birleşik Krallık 28 bin 499 MW, Fransa 21 bin 135 MW ve İsveç 14 bin 585 MW'tır. Türkiye toplam 11 bin 969 kurulu güç ile sıralamada 6. olmuştur. Bahse konu rapora göre Avrupa'da elektrik üretiminin payı giderek artmaktadır. Türkiye rüzgar potansiyeli bakımından zengin bir ülkedir. Kıyı alanları, dağlık alanlar ve açık araziler rüzgar potansiyelinin yüksek olduğu alanlardır. Rüzgar enerjisi potansiyeli; rüzgar hızına ve rüzgarın sürekliliğine bağlı olarak bölgeler ölçeğinde farklılık göstermektedir. Türkiye'nin ticari anlamdaki ilk rüzgar santrali 1998 yılında İzmir Çeşme'de (8,7 MW) işletmeye açılmıştır. Türkiye'nin rüzgar potansiyelini belirlemek amacıyla 2006 yılında Türkiye Rüzgar Potansiyeli Atlası (REPA) hazırlanmıştır. Bu atlas verilerine göre, yer seviyesinden 50 metre yükseklikte ve 7,5 m/s üzeri yıllık ortalama rüzgâr hızlarına sahip kullanılabilir alanlarda kilometrekare başına 5 MW gücünde rüzgâr santrali kurulabileceği kabul edilmiş ve Türkiye'de kurulabilecek rüzgar elektrik santrallerinin toplam kapasitesinin 47.849,44 MW olduğu belirlenmiştir. EPIAŞ verilerine göre, elektrik üretim santrallerinin kurulu güçleri içerisinde kaynak bazında rüzgar enerjisinin payı 11.790 MW'dir (%11,1).



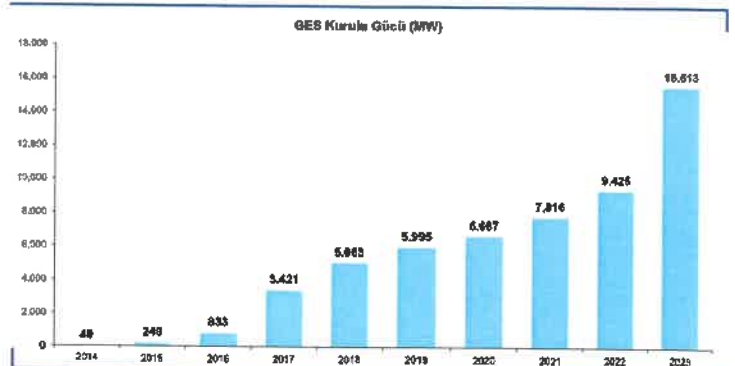
Kaynak: TEİAŞ



Kaynak: TEİAŞ



Kaynak: TEİAŞ

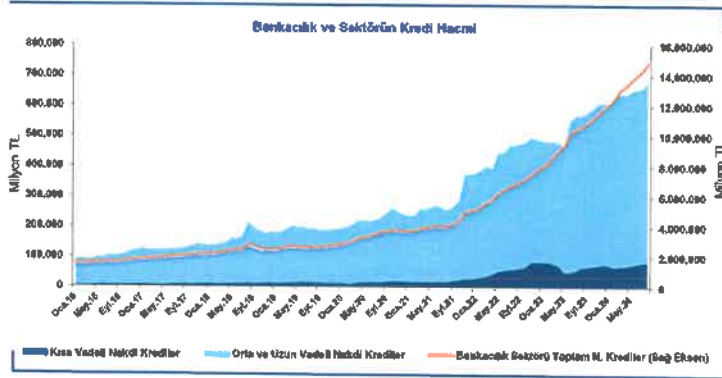


Kaynak: TEİAŞ

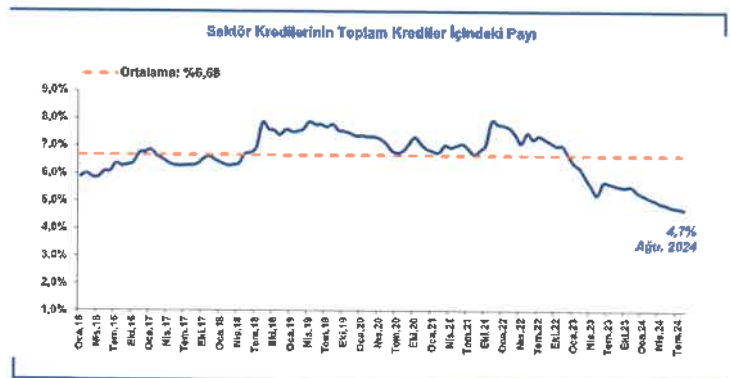
Sektör

Elektrik, gaz ve su kaynakları üretimi dağıtımı sanayi sektörünün Ağustos 2024 itibarıyla toplam nakdi kredi hacmi 702.667 mn TL tutarındadır.

Sektörün mali görünümü. BDDK verilerine göre elektrik, gaz ve su kaynakları üretimi dağıtım sanayi sektörünün ("Sektör") Ağustos 2024 itibarıyla toplam nakdi kredi hacmi 702.667 mn TL tutarında olup bankacılık sektöründe toplam verilen nakdi kredi tutarı ise 14.884.032 mn TL tutarındadır. Sektör, Ağustos 2024 itibarıyla toplam bankacılık nakdi kredilerinde %4,7 pay almış olup tarihi ortalaması olan (Ocak 2010-Ağustos 2024 ort.) %6,7'nin altında seyretmiştir. Bankacılık sektörü toplam nakdi kredi büyüme oranı, Ağustos 2024 itibarıyla yıllık %40,2 büyüme gösterirken sektör %17,9 büyüme göstermiştir. Bankacılık sektörünün nakdi kredilerin takipteki alacak oranı Ağustos 2024 itibarıyla %1,7 seviyelerinde iken sektörün takipteki kredi oranı %3,3 seviyesindedir. Sektör kredilerinin %88'i orta ve uzun vadeli kredilerden oluşmakta olup gayri nakdi kredi tutarı ise 238.218 mn TL'dir.



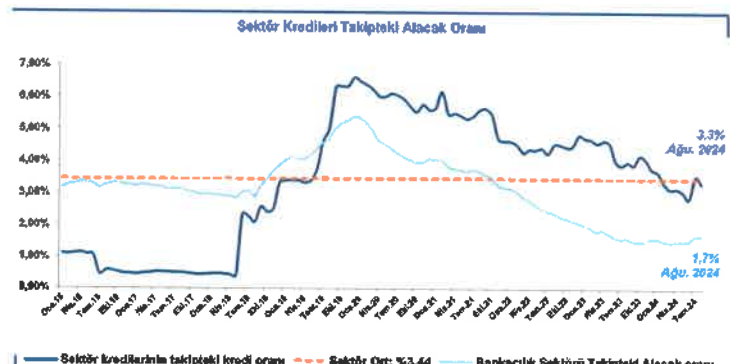
Kaynak: BDDK, Info Yatırım



Kaynak: BDDK, Info Yatırım



Kaynak: BDDK, Info Yatırım



Kaynak: BDDK, Info Yatırım

Birleşim Enerji Grubu'nun Kurulu Güçteki Payı			
Birincil Kaynak	Kurulu Güç (MW)		
	Türkiye	Şirket	Şirket'in Payı
Güneş Enerjisi Santrali	18.731,3	103,3	0,55%
Rüzgar Enerjisi Santrali	11.764,1	24,0	0,20%
Toplam Kurulu Güç	114.215,0	127,3	0,11%

Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Şirket

Lisans Belgeleri:**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**
LİSANS DURUM BELGESİ**MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 26288042136
Adı Soyadı : HÜSEYİN GÜLER

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 203904
Geçerlilik Tarihi : 20.01.2026
Düzenlenme Tarihi : 23.02.2017
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; HÜSEYİN GÜLER isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmiştir.

Bu belgenin doğruluğu <http://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <http://sits.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edilebilir. Ayrıca mobil cihazlarınıza yükleyeceğimiz e-Devlet Kapısı'na ait Hızlıca Belge Doğrulama uygulaması ile yukarıki karekod okutulurak da doğruluğunu yapabilirsiniz.



**SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.**
LİSANS DURUM BELGESİ**MERNİS KİMLİK BİLGİLERİ**

T.C. Kimlik No : 38428848454
Adı Soyadı : TEMUR KAYHAN

LİSANS BİLGİLERİ

Lisans Adı : SERMAYE PİYASASI FAALİYETLERİ DÜZEY 3 LİSANSI
Belge Numarası : 211055
Geçerlilik Tarihi : 23.11.2026
Düzenlenme Tarihi : 25.05.2016
Lisans Durumu : AKTİF LİSANS

İLGİLİ MAKAMA

Lisans kayıtlarının Kuruluşumuz nezdinde tutulduğu Lisanslama ve Sicil Tutma Sistemi üzerinde yapılan sorgulama sonucunda; TEMUR KAYHAN isimli kişinin ilgili lisansına ait bilgiler yukarıda verilmektedir.

Bu belgeyi doğrulama için <https://www.turkiye.gov.tr/belge-dogrulama> adresinden veya <https://sjs.ti.spl.com.tr/bilgi-sorgulama> adresinden kontrol edebilirsiniz. Ayrıca mobil cihazlarınızda yükleyeceğiniz e-Devlet Kurumları uz. Elektronik Belge Doğrulama uygulaması ile yukarıdaki karekodu okutularak da doğrulama yapabilirsiniz.



09.01.2025

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. İnönü Kurumlar V.İ. No:1 Ağaçlı My Network
İç Kağıt No: 88 Adalar / İstanbul
Boğaziçi Kurumlar V.İ. No: 1026 787
Mersis No:0478003678700011

Engin Emre SEÇEN
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

Sermaye Piyasası Kurulu
Ortaklıklar Finansmanı Dairesi Başkanlığı'na
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 Çankaya/Ankara

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

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

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Barbaros Mah. F.1 Kat. Etiler/Beşiktaş/İstanbul
İçişleri Bakanlığı Sicil Sicil No: 272000
Sermaye Piyasası Kurulu Sicil No: 272000
Merkezi Sicil No: 047800367/00001

Engin Emre SEÇEN Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı Genel Müdür Yardımcısı