

Şirket Değerleme Raporu

Göldaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

27 Kasım 2013

ŞİRKET KÜNYESİ

Unvanı	:	GÖLTAŞ Enerji Elektrik Üretim A.Ş.
Kuruluş Yılı	:	1998
Ticaret Sicil No	:	6574-8191
Merkez Adresi	:	Vişnezade Mah. Prof. Alaaddin Yavaşca Sok. Marmara Apt. No: 4 D: 2 Beşiktaş/İSTANBUL
Faaliyet Konusu	:	Enerji Üretimi ve Dağıtım
Ödenmiş Sermayesi	:	32.000.000 TL

[Handwritten signature]

İçindekiler

1.	Giriş	4
2.	Türkiye'de Elektrik Sektörü	5
2.1.	Üretim	5
2.1.1.	Kurulu Kapasite	6
2.1.2.	Kaynaklar Bazında Üretim	6
2.1.3.	Üretici Bazında Üretim	7
2.2.	İletim	7
2.3.	Dağıtım	8
2.4.	Toptan Satış	9
2.4.1.	Piyasa Mali Uzlaştırma Merkezi (PMUM)	10
2.4.2.	Elektrik Fiyatlamaya Sistemi	11
2.4.3.	Enerji Borsası (EPIAŞ)	11
2.5.	Elektrik Sektöründe Özel Sektör – Kamu Paylarının Gelişimi	11
2.6.	Sektör Eğilimleri ve Büyüme Potansiyelleri	11
3.	Götaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	12
3.1.	Ortaklık Yapısı	12
3.2.	İmtiyazlı Paylar	12
3.3.	Payların Devri	13
3.4.	Temettü Politikası	13
3.5.	Eşen II Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali	13
3.6.	Eşen I Hidroelektrik Santrali ve Barajı	15
4.	Götaş Enerji Faaliyetleri	16
4.1.	Elektrik Üretimi	16
4.2.	Satışlar	18
4.2.1.	Elektrik Satış (Milyon kWh)	18
4.2.2.	Elektrik Satış (Milyon TL)	19
4.3.	Elektrik Satış Fiyatı Gerçekleşmeleri	20
4.4.	Mali Veriler	22
4.4.1.	Satış Gelirleri	24
4.4.2.	Satılan Mamul Maliyeti	24
4.4.3.	Faaliyet Giderleri	25
4.4.4.	FAVÖK (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar) ve Marjlar	25
4.4.5.	Personel	25
5.	Şirket Değeri Tespiti	26
5.1.	İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi ve Sonuçları	26
5.1.1.	Varsayımlar ve Sonuçlar	27
5.1.2.	Nakit Akışları Projeksiyonu ve Serbest Nakit Akışları Tahmini	34
5.2.	Benzer Şirket Yaklaşımı	35
5.2.1.	Piyasa Çarpanları Analizi'ne Göre Olası Değer Hesaplanması (Benzer Şirketlere Göre Değerleme)	35
5.2.2.	Firma Değeri / FAVÖK Oranına Göre	36
5.3.	Özvarlık Değeri Yaklaşımına Göre Olası Değer Hesaplanması	36
6.	Sonuç	38

1. Giriş

İşbu rapor Göltaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ("Göltaş Enerji" veya "Şirket") yönetiminin Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'den ("DenizYatırım") isteği üzerine Göltaş Enerji'nin olası şirket değerinin tespitine yardımcı olmak amacıyla hazırlanmıştır.

Göltaş Enerji'nin olası değer tespitinde yöntem olarak uluslararası kabul görmüş yöntemlerden İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi ve Benzer Şirket Analizi kullanılmıştır.

Bu çalışmada Şirket'in tabi olduğu mevzuat da dahil olmak üzere herhangi hukuki, mali ve vergisel inceleme ve kontrol gerçekleştirilmemiştir. Şirket'in gelecek dönemlerdeki operasyonel gelir ve giderlerine ilişkin tahminler Şirket yönetiminin sağladığı mali tablolar ve verilerden hareketle hesaplanmıştır. Şirket yönetiminden edinilen bilgileri test etmek amacıyla detaylı bir sektörel araştırma yapılmamıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan tahminler DenizYatırım'ın herhangi bir taahhüdü niteliğinde değildir. Değerleme sonuçları varsayımlara dayanmaktadır. Kullanılan varsayımlar, ekonomik koşullar, piyasa ve sektör beklentilerin farklılaştırılması halinde Şirket değeri değişim gösterecektir.

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak ve geleceği yansıtmak amacıyla kullanılmamalıdır.

Raporun sonuç bölümünde yer verilen olası şirket değeri Göltaş Enerji'nin %100'ü için hesaplanmış olup, yönetim kontrolünü sağlamayan orandaki pay devirlerinde bu hususun dikkate alınması tavsiye edilmektedir.

Bu rapor 27 Kasım 2013 tarihi itibarıyla tamamlanmıştır.

2. Türkiye'de Elektrik Sektörü

Elektrik sektörü genel itibarıyla dört başlık altında gruplanabilir. Bunlar sırasıyla üretim, iletim, toptan satış ve dağıtım faaliyetleri olarak aşağıda özetlenmiştir.

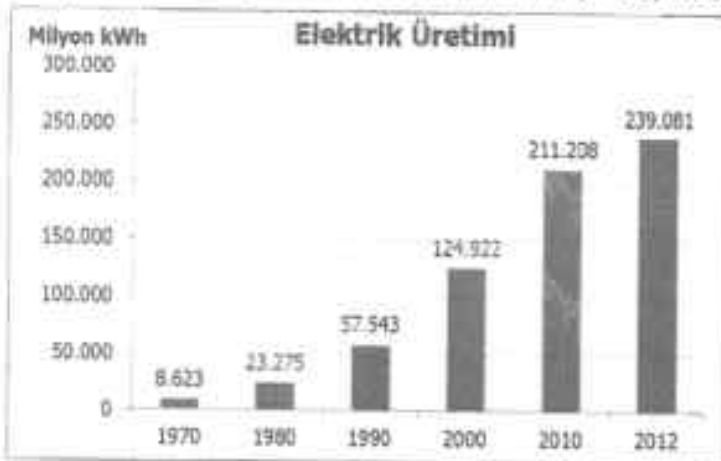
2.1. Üretim

Türkiye'nin elektrik üretimi 2012 yılında bir önceki yıla göre %4,2 artış kaydetmiş ve 239 milyar kWh olarak gerçekleşmiştir. Elektrik Üretim A.Ş. (EÜAŞ) ve bağlı ortaklıklar kamu sermayeli üreticiler olup 2012 yılında toplam üretimin %38,0'ını gerçekleştirmişlerdir. Diğer üretici şirketler İşletme Hakkı Devredilen İşletmeler, Yap-İşlet, Yap İşlet Devret Santraller, Serbest Üretim Şirketleri ve Otoprodüktörlerden oluşmaktadır. 2012 yılında Türkiye'de elektrik üretiminin kuruluşlara göre dağılımı aşağıdaki gibidir.

2012 Yılı Elektrik Üretimi		
Kuruluşlar	Milyon kWh	Pay
EÜAŞ	70.661	29,6%
EÜAŞ'ın Bağı Ortaklıklar	20.162	8,4%
İşletme Hakkı Dev. İşletmeler	4.547	1,9%
Yap-İşlet Santralleri	43.087	18,0%
Yap-İşlet-Devret (YİD) Santralleri	14.033	5,9%
Serbest Üretim Şirketleri	73.914	30,9%
Otoprodüktör Santralleri	12.677	5,3%
Türkiye Toplamı	239.081	100,0%

Kaynak: EÜAŞ

Aşağıdaki grafikte yer aldığı üzere 1970 - 2012 yılları arasında Türkiye'de üretilen elektrik enerjisinin yıllık bileşik ortalama büyüme oranı (YOBB) %8,2'dir.



Kaynak: TÜİK

Mart 2013'de yapılan düzenleme ile yeni Otoprodüktör Lisansı verilmemesi ve Otoprodüktör Lisansı ile faaliyet gösteren mevcut şirketlere ise Üretim Şirketi Lisansı verilmesi kararlaştırılmıştır.

2.1.1. Kurulu Kapasite

Türkiye'deki kurulu elektrik üretim kapasitesi 2012 yılsonu itibarıyla 57.058 MW'dır. EÜAŞ ve bağlı ortaklıkları 24.775 MW kurulu kapasite ile %43,4 paya sahipken, özel sektöre ait santraller 32.283 MW kurulu kapasite ile %56,6 paya sahiptir. Üretim tesislerinin %61,4'ü termik, %38,6'sı ise hidroelektrik, rüzgar ve jeotermal santrallerden oluşmaktadır. Türkiye'de kaynak bazında kurulu kapasite aşağıdaki gibidir.

Kaynak Bazında Kurulu Kapasite (MW)				
	Termik	Hid.+Rüz.+Jeo.	Toplam	Pay
EÜAŞ	8.691	12.214	20.905	36,6%
EÜAŞ'ın Bağı Ortaklıkları	3.870	0	3.870	6,8%
İşletme Hakkı Dev. İşletmeler	635	240	875	1,5%
Yap-İşlet Santralleri	6.102	0	6.102	10,7%
Yap-İşlet-Devret (YİD) Santralleri	1.450	970	2.420	4,2%
Serbest Üretim Şirketleri	11.638	8.048	19.686	34,5%
Otoprodüktör Santralleri	2.655	545	3.201	5,6%
Türkiye Toplamı	35.041	22.017	57.058	100,0%

Kaynak: EÜAŞ

2.1.2. Kaynaklar Bazında Üretim

1980'li yılların ikinci yarısından itibaren Türkiye'de elektrik üretiminde doğalgaz kullanılmaya başlanmış ve 2008 yılında doğalgazın payı %50'ye ulaşmıştır. Elektrik üretiminde doğalgazın payı 2010 yılından itibaren %40 - 45 aralığına gerilemiştir. En çok kullanılan ikinci kaynak olan kömürün üretimdeki payı 2001 yılına kadar %30'ların üzerinde seyretmiş ancak 2002 yılından itibaren %30'un altına gerilemiştir. Yenilenebilir kaynaklar; hidrolik, rüzgar ve jeotermal santrallerin elektrik üretimindeki payı ise 2010 yılından itibaren %25 - 30 aralığına yükselmiştir.

2012 yılı itibarıyla; toplam elektrik üretiminin %43,2'si doğalgazdan, %27,6'sı kömürden, %24,2'si hidrolik kaynaklardan, %2,0'ı sıvı yakıtlardan, %2,4'ü rüzgardan ve %0,6'sı jeotermal ve biyogazdan sağlanmıştır. Türkiye'de kaynaklar bazında kurulu kapasite ve üretim aşağıdaki gibidir.

2012 Kapasite	MW	% Pay	2012 Üretim	GWh	% Pay
Doğalgaz	20.440	35,8%	Doğalgaz	103.328	43,2%
Kömür	12.391	21,7%	Kömür	65.928	27,6%
Hidrolik	19.609	34,4%	Hidrolik	57.858	24,2%
Katı - Sıvı Yakıtı	2.196	3,8%	Katı - Sıvı Yakıtı	4.795	2,0%
Rüzgar	2.260	4,0%	Rüzgar	5.738	2,4%
Jeotermal	162	0,3%	Jeotermal	1.435	0,6%
Toplam	57.058	100,0%	Toplam	239.081	100,0%

Kaynak: EÜAŞ - TÜİK

Mayıs 2009'da yayınlanan Elektrik Enerjisi Piyasası ve Arz Güvenliği Strateji Belgesi'ne göre elektrik enerjisi üretiminde yerli kaynakların payının artırılması öncelikli hedef haline gelmiştir. Buna göre; 2023 yılına kadar elektrik üretimi için tüm yerli kaynaklar ile değerlendirilebilecek 36.000 MW olan hidrolik potansiyelin tamamının kullanılması, rüzgar kurulu gücünün 20.000 MW'a, jeotermal kurulu gücünün 600 MW'a çıkarılması hedeflenmektedir. Aynı dönemde elektrik üretiminde doğalgaz payının %30'un altına çekilmesi, 2020 yılında ise elektrik üretiminin %5'inin nükleer enerjiden karşılanması planlanmaktadır.

2.1.3. Üretici Bazında Üretim

Elektrik Üretim A.Ş. 24.775 MW kurulu gücü ile 57.058 MW'lık Türkiye kurulu gücünün %43,4'üne, özel sektör ise 32.284 MW kurulu güç ile %56,6'sına sahiptir. Özellikle 2001 yılında Enerji Piyasası Denetim Kurumu'nun ("EPDK") kurulması ile birlikte sektörde rekabetin artırılması ve şeffaf bir yapının oluşturulması amacıyla elektrik üretiminde özel sektörün payı artmaya başlamıştır. Bu süreç ile birlikte EÜAŞ'ın 2010 yılında sahip olduğu %45,2'lik pay, 2011 yılında %40,3'e, 2012 yılında ise %38,0'a düşerken, geri kalan %62,0'lik üretim ise özel sektör tarafından karşılanmaktadır.

Elektrik Enerjisi Sektörü Reformu ve Özelleştirme Strateji Belgesi çerçevesinde enerji piyasasının yeniden yapılandırılması ve bu kapsamda; EÜAŞ mülkiyetindeki 28 hidroelektrik ve 18 termik olmak üzere toplam 46 santralin özelleştirilmesine yönelik çalışmalar sürdürülmektedir.

2.2. İletim

Türkiye Elektrik İletim A.Ş. ("TEİAŞ"), İktisadi devlet teşekkülü olarak ve mevcut mevzuat ve ana statüsü hükümleri çerçevesinde, Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'ndan 13.03.2003 tarihinde aldığı iletim lisansı çerçevesinde, yeni piyasa yapısına uygun olarak faaliyetlerini yürütmektedir. TEİAŞ, 36 kilovolt ve üstü gerilim seviyesinde elektrik iletim sisteminin işletilmesi için Türkiye'de tek yetkil kuruluştur.

TEİAŞ iletim şebekesi; 50.418 km uzunluğunda enerji iletim hattı, 644 iletim trafo merkezi, 1.425 adet büyük güç trafosu ve 112.846 MVA trafo gücü, komşu ülkelerle toplam 11 adet enterkoneksiyon hattından oluşmaktadır. TEİAŞ, 2012 yılsonu itibariyle 57.058 MW Kurulu gücü, 39.045 MW anı puanti, 799 milyon kWh maksimum günlük tüketimi, 240 milyar kWh yıllık elektrik enerjisi üretimi ile Enterkonnekte Elektrik Sistemini işletmektedir.



2.3. Dağıtım

Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş. (TEDAŞ) bünyesindeki Dağıtım Şirketlerinin özelleştirilmesi çalışmalarına 2006 yılında başlanmış olup şimdiki kadar 21 dağıtım şirketinin özelleştirilmesi tamamlanmıştır. Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği uyarınca sektörde dağıtım şirketleri tarafından yürütülmekte olan perakende satış faaliyetlerinin, hukuki ayrıştırması kapsamında kurulan veya son kaynak tedariki yükümlüsü olarak Kurul tarafından yetkilendirilen tedarik şirketleri tarafından yerine getirileceği hükme bağlanmıştır.

Yeni dönemde dağıtım şirketlerinin, asıl görev olarak bölgesindeki dağıtım sistemini işletmesi, gerektiğinde yenileme ve idame yatırımlarını yapması öngörülmüştür. Söz konusu şirketlerin satın alacağı elektrik enerjisi, genel aydınlatma ve dağıtım sistemi kayıplarını karşılayacak miktarla sınırlandırılmıştır.

Dağıtım şirketleri ve görev illeri aşağıdaki gibidir.

Şirket	Görev İlleri
1 Kayseri ve Çvan Elektrik T.A.Ş.	Kayseri
2 Mendere (Aydem) Elektrik Dağıtım A.Ş.	Denizli, Aydın, Muğla
3 Meram Elektrik Dağıtım A.Ş.	Kırşehir, Nevşehir, Niğde, Aksaray, Konya, Karaman.
4 Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş.	Ankara, Kırıkkale, Zonguldak, Bartın, Karabük, Çankırı, Kastamonu
5 Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş.	Sakarya, Bolu, Düzce, Kocaeli
6 Çoruh Elektrik Dağıtım A.Ş.	Trebzon, Artvin, Giresun, Gümüşhane, Rize
7 Fırat Elektrik Dağıtım A.Ş.	Elazığ, Bingöl, Malazgirt, Tunceli
8 Çamlıbel Elektrik Dağıtım A.Ş.	Sivas, Tokat, Yozgat
9 Uludağ Elektrik Dağıtım A.Ş.	Balıkesir, Bursa, Canakkale, Yalova
10 Osmangazi Elektrik Dağıtım A.Ş.	Eskişehir, Afyon, Inönü, Kütahya, Uşak
11 Yeşilirmak Elektrik Dağıtım A.Ş.	Samsun, Amasya, Çorum, Ordu, Sincop
12 Trakya Elektrik Dağıtım A.Ş.	Edirne, Kırklareli, Tekirdağ
13 Göksu Elektrik Dağıtım A.Ş.	K.Maraş, Adıyaman
14 Dicle Elektrik Dağıtım A.Ş.	Diyarbakır, Şanlıurfa, Mardin, Batman, Siirt, Şırnak
15 Aras Elektrik A.Ş.	Erzurum, Ağrı, Ardahan, Bayburt, Erzincan, Iğdır, Kars
16 Akdeniz Elektrik A.Ş.	Antalya, Burdur, Isparta II sınırları
17 Gediz Elektrik Dağıtım A.Ş.	İzmir, Manisa
18 Boğaziçi Elektrik Dağıtım A.Ş.	İstanbul İli Rumeli Yakası.
19 Vanözü Elektrik Dağıtım A.Ş.	Bitlis, Hakkari, Muş, Van
20 İstanbul Anadolu Yak. Elektrik Dağıtım A.Ş.	İstanbul İli Anadolu Yakası.
21 Toroslari Elektrik Dağıtım A.Ş.	Adana, Gaziantep, Hatay, Mersin, Osmaniye, Kilis

Kaynak: TEDAŞ

Dağıtım şirketlerini devralan gruplar ve devralma yılları aşağıdaki gibidir.

Şirket	Devir Yılı	Devralan
1 Kayseri ve Çıvan Elektrik T.A.Ş.	1990	Kayseri Çıvan Elektrik TAŞ
2 Mendere (Aydem) Elektrik Dağıtım A.Ş.	2008	Bereket Grubu
3 Meram Elektrik Dağıtım A.Ş.	2009	Atarko-Cengiz O.G.
4 Bakırcı Elektrik Dağıtım A.Ş.	2009	Enerjisa
5 Sakarya Elektrik Dağıtım A.Ş.	2009	Akces O.G.
6 Çoruh Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Aksa Elektrik
7 Fırat Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Aksa Elektrik
8 Çamlibel Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Cengiz-Limak-Kölin O.G.
9 Uludağ Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Cengiz-Limak-Kölin O.G.
10 Osmaniye Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Yıldızlar SSS Holding
11 Yeşilirmak Elektrik Dağıtım A.Ş.	2010	Çelik Enerji
12 Trakya Elektrik Dağıtım A.Ş.	2011	İC İnşaat
13 Gökku Elektrik Dağıtım A.Ş.	2011	Kıpaz Holding
14 Dicle Elektrik Dağıtım A.Ş.	2013	İşkiye-Doğu O.G.
15 Aras Elektrik A.Ş.	2013	Kiler Grubu
16 Akönü Elektrik A.Ş.	2013	Cengiz-Limak-Kölin O.G.
17 Gediz Elektrik Dağıtım A.Ş.	2013	Bereket Grubu
18 Boğazici Elektrik Dağıtım A.Ş.	2013	Cengiz-Limak-Kölin O.G.
19 Yarıgözü Elektrik Dağıtım A.Ş.	2013	Türkerler İnşaat
20 İstanbul Anadolu Yak. Elek. Dağ. A.Ş.	2013	Enerjisa
21 Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş.	2013	Enerjisa

Kaynak: TEDAŞ

2.4. Toptan Satış

Mart 2013'te yürürlüğe giren yeni Elektrik Piyasası Kanunu ile yeniden düzenlenen elektrik piyasasında toptan ve perakende satış faaliyetlerinin, Tedarik Şirketleri tarafından yürütülmesi öngörülmüştür. Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği uyarınca sektörde faaliyet göstermek üzere EPDK tarafından 158 tüzel kişiliğe toptan satış lisansı verilmiştir.

2012 yılında Türkiye'de tüketilen elektrik 242 milyar kWh olurken, bu elektriğin 82 milyar kWh'lik (%33,9) bölümü kamu iktisadi teşebbüsü olan TETAŞ tarafından satılmıştır. 160 milyar kWh'lik (%66,1) bölümü ise özel sektör tarafından satılmıştır. TETAŞ, 2011 yılında üretilen 230 milyar kWh elektriğin 81 milyar kWh'lik (%35,2) bölümünü satmıştır. Türkiye'de elektrik satışının TETAŞ ve özel sektör olarak dağılımı aşağıdaki gibidir.

Elektrik Satışı (milyar kWh)	2010	2011	2012
TETAŞ	85	81	82
Özel Sektör	125	149	160
Türkiye	210	230	242
TETAŞ'ın Payı	40,5%	35,2%	33,9%

Kaynak: TETAŞ

2.4.1. Piyasa Mali Uzlaştırma Merkezi (PMUM)

4628 Sayılı Kanun çerçevesinde, elektrik arzının ve talebinin bir araya getirilmesi ve ödemelerin sağlıklı bir şekilde yapılabilmesi için TEİAŞ bünyesinde Piyasa Mali Uzlaştırma Merkezi kurulmuştur (m. 15/b).

PMUM, Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği hükümleri doğrultusunda, gerçekleşen alım-satımlar ile sözleşmeye bağlanmış miktarlar arasındaki farkları esas alarak, piyasada faaliyet gösteren tüzel kişilerin borçlu ya da alacaklı oldukları tutarları hesaplamak suretiyle, sistemini çalıştırır. PMUM'un temel amacı, Türkiye elektrik enerjisi arz ve talebini dengede tutmaktır. PMUM, Gün Öncesi Piyasası ve Dengeleme Güç Piyasası olmak üzere iki sistemle çalışmaktadır.

Gün öncesi dengeleme; sistemdeki arz ve talebin dengelenmesi ve piyasa katılımcılarının sözleşme taahhütleri ile üretim ve/veya tüketim planlarını gün öncesinde dengelemeleri amacıyla gerçekleştirilen faaliyetlerden oluşur ve Gün Öncesi Planlama ya da Gün Öncesi Piyasası ('GÖP') aracılığıyla sağlanır.

Dengeleme Güç Piyasası ('DGP'), arz ve talebin gerçek zamanlı olarak dengelenmesi amacıyla hizmet etmek üzere, on beş dakika içerisinde gerçekleştirilebilen çıkış gücü değişimi ile elde edilen yedek kapasitenin alış-satışının gerçekleştiği ve sistem işletmecisi tarafından işletilen organize toptan elektrik piyasası anlamına gelmektedir. 15 dakika içinde yük al veya yük at emrini yerine getiremeyecek olan işletmeler DGP'ye katılamamaktadır.

Yük alma: Bir dengeleme biriminin sistem işletmecisi tarafından verilen talimatlar doğrultusunda, üretimini artırarak ya da tüketimini azaltarak sisteme enerji satması durumunu,

Yük atma: Bir dengeleme biriminin sistem işletmecisi tarafından verilen talimatlar doğrultusunda, üretimini azaltarak ya da tüketimini artırarak sistemden enerji alması durumunu, ifade etmektedir.

PMUM'a katılabilen kurumlara piyasa katılımcısı denilmektedir ve bunlar, Üretim lisansı sahibi, Otoprodüktör lisansı sahibi, Otoprodüktör grubu lisansı sahibi, Toptan satış lisansı sahibi, Perakende satış lisansı sahibi tüzel kişiliklerinden oluşur ve katılımcıların Piyasa İşletmecisi'ne yani PMUM'a kayıt yaptırılmaları zorunludur.



2.4.2. Elektrik Fiyatlamaya Sistemi

2011 yılında Gün Öncesi Piyasa sistemine geçiş gerçekleştirilmiştir. Bu sistemde katılımcılar; belirledikleri fiyat dilimlerinde alım, satım veya işlem yapmayacaklarını önceden belirleyecek ve bunu bildireceklerdir. Elektrik almak isteyen ve satmak isteyen katılımcıların, talep ve arz ettikleri miktarların eşleştiği fiyat dilimi o saatin piyasa takas fiyatı (PTF) olarak belirlenmektedir. Gün Öncesi Piyasası'nda verilen tekliflerin bir sonraki güne kadar değiştirilememesinden dolayı gün içinde oluşan dengesizlikleri yönetebilmek adına Gün İçi Piyasası tasarlanmıştır. Bu piyasa ile Gün Öncesi Piyasası'nda verilen emirlerin değiştirilememesi nedeniyle oluşan dengesizliklerin azaltılması planlanmaktadır. Bu sayede, şirketlerin dengesizlik maliyetlerinin azalması sağlanacaktır.

2.4.3. Enerji Borsası (EPİAŞ)

Mart 2013'te Enerji Piyasası İşletme A.Ş. adı altında bir Enerji Borsası oluşturulacağı ilan edilmiş fakat henüz yürürlüğe girmemiştir. Fiyatların belirlenmesi için gerekli olan piyasa yapısı ve bunun için gerekli olan kurallar, ayrı bir yapıya sahip olan enerji borsası çerçevesinde oluşturulmak istenmektedir. Enerji borsasında da öncelik elektrik enerjisinde olmakla beraber orta ve uzun vadede gaz ve diğer unsurların da yer alması beklenmektedir. Mevcut durumda işleyen sistemin gerekli alt yapı çalışmalarını tamamladıktan sonra Borsa İstanbul bünyesine alınması düşünülmektedir.

2.5. Elektrik Sektöründe Özel Sektör – Kamu Paylarının Gelişimi

Elektrik piyasasının ana ögeleri olan üretim, iletim, satış ve dağıtım faaliyetlerinde özel sektör ve kamunun payları ve payların 2001 – 2012 karşılaştırması aşağıdaki gibidir.

	Üretim		İletim		Toplam Satış		Dağıtım	
	2001	2012	2001	2012	2001	2012	2001	2012
Özel Sektör	30,0%	52,0%	0,0%	0,0%	0,0%	66,0%	5,0%	52,0%
Kamu	70,0%	38,0%	100,0%	100,0%	100,0%	34,0%	95,0%	38,0%
Özel Sektör YBBD	6,8%		A.D.		A.D.		20%	

2.6. Sektör Eğilimleri ve Büyüme Potansiyelleri

TEİAŞ tarafından 2012-2021 dönemi için hazırlanan kapasite projeksiyonuna göre, Türkiye'de elektrik enerjisi talebinde yılda yaklaşık %7,5 artış (düşük senaryoda %6,5) öngörülmekte ve talebin önümüzdeki 10 yılda toplam %75 - 93 artması öngörülmektedir. Türkiye'deki piyasanın büyüme potansiyeline sahip olduğu ve arzu edilen pazar yapısının oluşturulması ile de Türkiye'nin yatırım almaya devam edeceği düşünülmektedir. 2012 yılı, elektrik dağıtımındaki özelleştirmeler ve üretim yatırımlarındaki artışlar ile sektör yapısının önemli ölçüde değiştiği, nihai Dengeleme ve Uzlaştırma Yönetmeliği ile düzenlenmiş olan Gün Öncesi Planlama ve Dengeleme Güç Piyasasının devreye girmesi

ile de elektrik ticaretinin daha rekabetçi bir seviyeye geldiği, kamu payının azaldığı bir yıl olmuştur. 2013 yılında da özelleştirme ve piyasa düzenlemeleri ile istenilen sektör yapısına ulaşmak için çalışmalar devam etmektedir.

Yeni piyasa yapısında tüm tüketicilerin tedarikçilerini seçme serbestisine sahip olmaları hedefi doğrultusunda 2005 yılından itibaren sürekli düşürülen Serbest Tüketici Limiti; 2011 yılı başında 30.000 kWh'a, 2012 yılı başında ise, 25.000 kWh'a düşürülmüştür. 2009 yılında yürürlüğe giren Elektrik Piyasası Arz Güvenliği Strateji Belgesinde 2015 yılı sonunda sifıra düşürülmesi hedeflenen Serbest Tüketici Limiti, 2013 yılı başında, yıllık 5.000 kWh olarak belirlenmiştir.

3. Göltaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Göltaş Enerji Elektrik Üretim A.Ş., Mayıs 1998'de Enerji Bakanlığı ile imzalanan "Otoprodüktör Sözleşmesi" ile faaliyetlerine başlamıştır. Şirket, EPDK'dan 2003 yılında "Otoprodüktör Lisansı", 2004 yılında da "Üretim Lisansı" almıştır. Göltaş Enerji, faaliyetlerini enerji üretim şirketi olarak sürdürmektedir.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket'in ortaklık yapısı son durum itibarıyla aşağıdaki gibidir.

Ortaklar	Hisse Adedi	Toplam Sermaye Tutarı	Hisse Oranı(%)
GÖLTAŞ GÖLLER BÖLGESİ ÇİMENTO SAN. TİC. A.Ş.	20.346.000	20.346.000	63,58
AKSU ENERJİ ve TİC. A.Ş.	8.144.000	8.144.000	25,45
ORMA AŞ.	2.350.000	2.350.000	7,34
ŞEVKET DEMİREL	1.153.997	1.153.997	3,61
DİĞER 6 ORTAK	6.003	6.003	0,02
Toplam	32.000.000	32.000.000	100,00

Şirketin sermayesi her biri 1 (Bir) Türk Lirası itibarıyla değerli 32.000.000 (Otuz iki milyon) paya ayrılmış 32.000.000 (Otuz iki milyon) Türk Lirası'dır. Sermayenin tamamı ödenmiştir.

Şirketin pay senetlerinin tamamı nama yazılıdır.

3.2. İmtiyazlı Paylar

İmtiyazlı pay bulunmamaktadır.

3.3. Payların Devri

Şirket'in Ana Sözleşmesi 5. Maddesine göre;

Şirketin sermayesinin yüzde on veya daha fazlasını temsil eden payların, doğrudan veya dolaylı olarak bir gerçek veya tüzel kişi tarafından edinilmesi ile bir ortağa ait payların tüzel kişilik sermayesinin yüzde onunu aşması sonucunu veren pay edinimleri ve/veya bir ortağa ait payların yukarıdaki oranların altına düşmesi veya yukarıda belirtilen pay edinimlerinden bağımsız olarak tüzel kişilik ortaklık yapısında kontrolün değişmesi sonucunu veren pay devirleri her defasında Enerji Piyasası Düzenleme Kurulunun onayına tabidir. Bu hüküm oy hakkı edinilmesi halinde de geçerlidir.

Herhangi bir pay devri söz konusu olmasa dahi mevcut paylar üzerinde imtiyaz tesisi, imtiyazın kaldırılması veya intifa senedi çıkarılması pay devrine ilişkin oransal sınırlara bakılmaksızın Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu'nun onayına tabidir.

3.4. Temettü Politikası

Şirket esas sözleşmesi Madde 28'e göre; "Yasa hükmü ile ayrılması gereken yedek akçeler ayrılmadıkça, esas sözleşmede pay sahipleri için belirlenen kar payı nakden ve/veya hisse senedi biçiminde dağıtılmadıkça; başka yedek akçe ayrılmasına, ertesi yıl kâr aktarılmasına ve kâr payı dağıtımında, yönetim kurulu üyeleri ile memur, müstahdem ve işçilere, çeşitli amaçlarla kurulmuş olan vakıflara ve bu gibi kişi ve/veya kurumlara kâr payı dağıtılmasına karar verilemez.

Dağıtılmasına karar verilen kârın dağıtım şekli ve zamanı, yönetim kurulunun bu konudaki teklifi üzerine genel kurulca kararlaştırılır.

Bu esas sözleşme hükümlerine göre genel kurul tarafından verilen kar dağıtım kararı geri alınmaz."

3.5. Eşen II Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali

Şirket, Muğla ili Fethiye ilçesi sınırları içerisinde Eşen nehri üzerinde, 43,4 MW kurulu güce sahip olan Eşen II Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali'ni 10 Ağustos 2002 tarihinde işletmeye alarak elektrik enerjisi üretmeye başlamıştır.

Eşen II Regülatörü'nün telvegden yüksekliği 44 m olup, temelden yüksekliği 45 m'dir. Tepe uzunluğu 70 m olan Eşen II barajının tepe kotu 425 m'dir. Telveg kotu 381 m olan barajın en yüksek işletme seviyesi 418 m'dir.

Eşen II santrali 2002 Ağustos ve 2013 Haziran arası dönemde gerçekleştirilen aylık üretim miktarları aşağıdaki gibidir.

EŞEN II Üretim Miktarı - Milyon kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Ekim	Kas	Ara	Toplam
2002								4	5	5	8	12	34
2003	15	22	24	27	19	12	7	6	5	6	7	12	163
2004	22	24	25	18	13	7	6	5	5	5	5	6	139
2005	6	10	18	12	7	5	4	4	4	4	4	6	84
2006	7	13	19	18	10	5	5	4	4	5	8	5	103
2007	7	7	7	7	5	4	3	3	3	3	9	19	78
2008	9	7	11	13	6	4	4	3	3	3	7	5	77
2009	19	25	28	28	21	10	7	6	6	6	10	19	184
2010	22	27	23	14	10	8	6	5	5	6	4	11	140
2011	10	14	15	19	16	11	10	9	5	8	6	8	130
2012	15	16	27	29	22	11	10	10	7	7	6	16	176
2013	17	21	22	18	12	8							98

27 Aralık 2004 tarihinde EPDK'den alınan üretim lisansına göre Eşen II Hidroelektrik Santrali'nin öngörülen ortalama yıllık üretim miktarı 187,5 milyon kWh'dir.

Temelsu Uluslararası Mühendislik Hizmetleri A.Ş. tarafından 1994 yılında hazırlanan fizibilite raporuna göre öngörülen yıllık üretim 192,9 milyon kWh'dir.

Eşen II santralinin son 12 aylık üretim miktarı ve kapasite faktörü⁽¹⁾ aşağıdaki gibidir.



(1) Kapasite faktörü hesaplamasında tam kapasitede yıllık üretim miktarı 380 milyon kWh kabul edilmiştir.

Eşen II santralinin üretime başladığı Ağustos 2002 ile Haziran 2013 arası dönemde son 12 aylık periyot bazında gerçekleşen en düşük ve en yüksek üretim miktarları sırasıyla 63 milyon kWh ve 190 milyon kWh'dir.

Üretimdeki artış ve azalışlar öncelikle bölgeye düşen yağışlarla ilişkilidir. Ayrıca Eşen Nehri'nin daha yukarı kısmında yer alan Eşen I Hidroelektrik Santrali ve Barajı'nın Mart

2011'de faaliyete girmesi ile birlikte Eşen II üretiminin daha dengeli ve verimli hale geldiği belirtilmektedir.

3.6. Eşen I Hidroelektrik Santrali ve Barajı

Eşen I santrali; Eşen nehri üzerinde, Eşen II santralının yukarısında yer almaktadır. Eylül 2009'da yapımına başlanmıştır. Toplam 60 MW gücündeki santralin 30 MW'lık 1. Ünitesi Mart 2011'de, 30 MW'lık 2. Ünitesi Nisan 2011'de işletmeye alınmıştır.

Kil çekirdekli kaya dolgu olarak projelendirilen Eşen I barajının talvegden yüksekliği 19 m olup, temelden yüksekliği ise 29 m'dir. Kret uzunluğu yaklaşık olarak 270 m olan Eşen I barajı kret kotu 1118 m, maksimum işletme su seviyesi 1115 m ve minimum işletme su seviyesi ise 1110 m'dir. Eşen I baraj gövdesi içerisinde beton ağırlık tipinde tasarlanan dolusavak yapısı proje debisi 1000 yıllık taşkın debisi olan 560 m³/s'ye göre projelendirilmiştir.

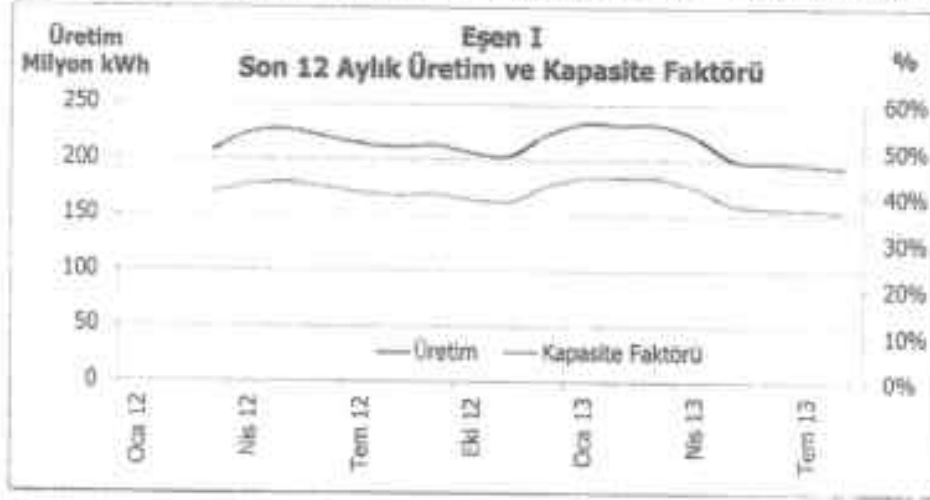
Eşen I santralinde üretim faaliyetlerin başladığı Mart 2011 ile Haziran 2013 döneminde gerçekleştirilen aylık üretim miktarı aşağıdaki gibidir.

EŞEN I Üretim Miktarı - Milyon kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2011			4	23	29	14	13	11	2	9	5	5	115
2012	19	38	40	39	32	8	7	8	4	2	2	24	223
2013	29	37	40	28	11	5							151

EPDK tarafından verilen üretim lisansına göre Eşen I Hidroelektrik Santrali'nin öngörülen ortalama yıllık üretim miktarı 216,3 milyon kWh'dir.

Temelsu Uluslararası Mühendislik Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanan fizibilite raporuna göre ise Eşen I Hidroelektrik Santrali'nin ortalama yıllık enerji üretimi 193,3 milyon kWh'dir.

Eşen I santralının son 12 aylık üretim ve kapasite faktörü⁽¹⁾ aşağıdaki gibidir.



⁽¹⁾ Kapasite faktörü hesaplamasında tam kapasitede yıllık üretim miktarı 526 milyon kWh kabul edilmiştir.

Eşen I santralinde elektrik üretimi başlangıç tarihi Mart 2011 ile Haziran 2013 arası dönemde son 12 aylık periyot bazında gerçekleşen en düşük ve en yüksek üretim miktarları sırasıyla 194 milyon kWh ve 233 milyon kWh'dir.

Götaş Enerji tarafından 35 yıl olan Eşen I ve Eşen II HES tesislerinin lisans sürelerinin artırılması için EPDK'ye Aralık 2009'da başvuruda bulunulmuştur. Bu amaçla Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü'ne de başvurularak Su Kullanımı Hakkı ve İşletilmesi Esaslarına İlişkin Anlaşma 2010 yılı içerisinde tadil edilmiştir. EPDK'ye yapılan başvuru neticesinde Eşen I ve Eşen II HES tesislerinin lisans süreleri, alınan Kurul Kararı'na istinaden 27.12.2004 tarihinden başlamak üzere 38 yıl 4 aya çıkarılmıştır.

4. Götaş Enerji Faaliyetleri

4.1. Elektrik Üretimi

Şirket, Ağustos 2002 tarihinden itibaren Eşen II, Mart 2011 tarihinden itibaren ise Eşen I santrallerinde elektrik üretimi yapmaktadır.

Şirket, diğer nehir tipi santrallerin aksine özellikle Eşen I Barajı'nın devreye alındığı Mart 2011 tarihinden itibaren günlük üretim programlaması yapabilmektedir. Götaş Enerji'nin üretimi Aralık - Mayıs döneminde yüksek, diğer aylarda ise nispeten düşük seyretmektedir.

Eşen I ve Eşen II santrallerinin faaliyetlerinin başlangıcından Haziran 2013'e kadar geçen dönemde gerçekleştirdikleri toplam üretimin aylık dağılımı aşağıdaki gibidir.



Eşen I ve Eşen II santrallerinde faaliyetlerin başlangıcından itibaren gerçekleştirilen aylık toplam üretim miktarı ise aşağıdaki gibidir.

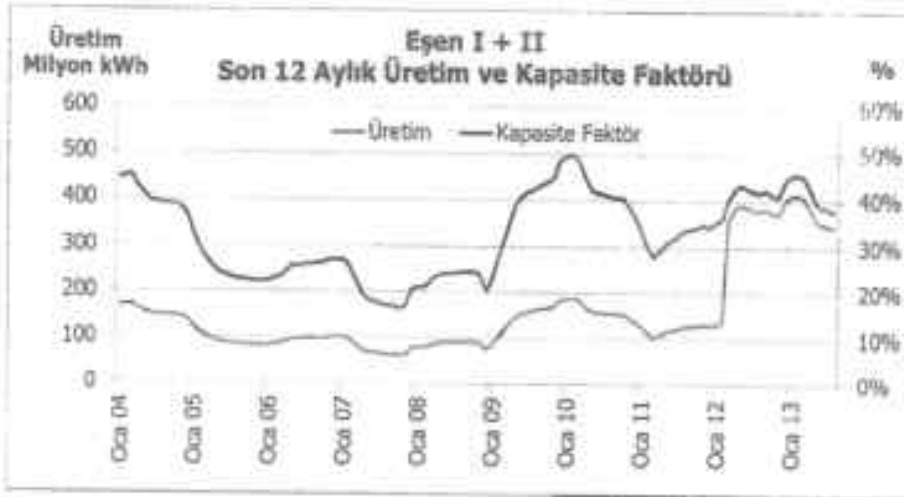
Eşen I ve Eşen II Toplam Üretim Miktarı - Milyon kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2002								4	5	5	8	12	34
2003	15	22	24	27	19	12	7	6	5	6	7	12	163
2004	22	24	25	18	13	7	6	5	5	5	5	6	139
2005	6	10	18	12	7	5	4	4	4	4	4	6	84
2006	7	13	19	18	10	5	5	4	4	5	8	5	103
2007	7	7	7	7	5	4	3	3	3	3	9	19	78
2008	9	7	11	13	6	4	4	3	3	3	7	5	77
2009	19	25	28	28	21	10	7	6	6	6	10	19	184
2010	22	27	23	14	10	8	6	5	5	6	4	11	140
2011	10	14	19	42	45	25	23	19	7	17	11	13	245
2012	34	54	68	68	54	19	17	17	11	9	8	40	399
2013	47	57	62	47	23	13							249

Şirket'in EPDK Üretim Lisanslarına göre 2 santralin toplam ortalama üretimi yıllık 403,8 milyon kWh'dir.

1994 yılında Temelsu Uluslararası Mühendislik Hizmetleri A.Ş. tarafından hazırlanmış olan fizibilite raporuna göre 2 santralin öngörülen toplam yıllık üretimi 386,2 milyon kWh'dir.

Şirket'in 12.11.2012 tarihli Kapasite Raporu'na göre üretim kapasitesi 631 milyon kWh'dir.

Eşen I ve Eşen II santrallerinin son 12 aylık toplam üretim ve kapasite faktörü⁽¹⁾ aşağıdaki gibidir.



(1) Kapasite faktörü hesaplamasında tam kapasitede yıllık üretim miktarı Eşen I devreye girmeden önce 380 milyon kWh, Eşen I devreye alındıktan sonra ise 906 milyon kWh kabul edilmiştir.

4.2. Satışlar

4.2.1. Elektrik Satışı (Milyon kWh)

Şirket'in 01/2007 – 06/2013 döneminde gerçekleştirdiği aylık elektrik satış miktarı aşağıda yer almaktadır.

Satış - Milyon kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Ek	Kas	Ara	Toplam
2007	6,9	7,2	7,0	7,4	4,7	3,7	3,1	3,1	2,9	3,1	8,5	18,7	76,3
2008	9,0	7,3	10,8	12,7	6,3	4,1	3,5	3,3	3,1	3,3	6,9	5,2	75,5
2009	18,1	24,0	27,2	27,5	20,1	9,8	7,0	5,9	6,0	6,0	9,8	19,9	181,1
2010	21,4	26,2	22,3	13,2	10,1	7,5	5,6	9,0	4,4	5,6	3,7	10,9	136,0
2011	9,7	13,2	18,3	40,7	44,3	23,9	22,4	19,0	6,8	17,0	10,9	13,0	239,2
2012	32,7	52,9	65,9	66,3	53,1	18,4	16,3	16,8	10,8	8,4	6,2	39,0	388,9
2013	45,4	56,1	60,3	45,7	22,6	12,8							243,0

Gerçekleştirilen üretim ve satış miktarları arasındaki fark (iletim kaybı ve içsel tüketim) aylık bazda aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Fark - %													
%	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Ek	Kas	Ara	Toplam
2007	-3,6%	-3,0%	-2,7%	-0,8%	-1,0%	-1,5%	-3,9%	-2,8%	-2,2%	-2,7%	-2,0%	-3,2%	-2,5%
2008	-2,6%	-2,1%	-1,6%	-2,2%	-2,3%	-1,4%	-3,7%	-2,7%	-2,4%	-2,6%	-2,7%	-2,7%	-2,3%
2009	-2,7%	-2,9%	-2,5%	-2,1%	-2,5%	-1,1%	-3,3%	-2,2%	-2,1%	-1,8%	-2,2%	2,9%	-1,8%
2010	-2,6%	-3,0%	-2,9%	-3,3%	-3,2%	-3,0%	-0,6%	-3,0%	-2,9%	-2,5%	-2,8%	-2,5%	-2,8%
2011	-2,4%	-2,4%	-2,6%	-2,1%	-2,5%	-2,9%	-2,4%	-2,3%	-2,5%	0,3%	-2,3%	-2,4%	-2,2%
2012	-3,0%	-2,8%	-2,6%	-2,2%	-2,0%	-1,9%	-2,3%	-2,0%	-2,2%	-2,8%	-2,4%	-2,7%	-2,4%
2013	-2,5%	-2,1%	-3,1%	-2,1%	-2,9%	-2,7%							-2,5%

Şirket'in TEİAŞ'a olan elektrik satışı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TEİAŞ'a Satışlar - Milyon kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2007	6,9	7,2	7,0	7,4	4,7	3,7	3,1	3,1	2,9	3,1	8,5	10,7	75,3
2008	9,0	7,3	10,8	12,7	6,3	4,1	3,5	3,3	3,1	3,3	6,8	5,2	75,5
2009	18,1	24,0	27,2	27,5	20,1	9,8	7,0	5,9	6,0	6,0	9,8	19,9	191,1
2010	21,4	26,2	22,3	13,2	10,1	7,5	3,3	2,6	2,3	3,4	3,7	10,9	126,9
2011	7,2	11,1	15,8	38,4	41,9	21,6	20,4	16,4	4,4	14,3	8,3	10,3	209,9
2012	30,2	50,7	63,2	63,8	50,6	15,3	11,4	12,5	6,7	4,7	4,0	34,9	348,0
2013	41,0	52,2	55,9	25,1	17,8	8,7							200,7

Şirket'in grup şirketlerine (Orma Orman Mahsulleri Entegre San. ve Tic. A.Ş. ("Orma A.Ş.") ve Göltaş Gölle Bölgesi Çimento San. Tic. A.Ş. ("Göltaş Çimento") yaptığı elektrik satışı ve toplam satışlar içindeki payı aşağıda yer almaktadır.

ORMA A.Ş.'ye Yapılan Satışlar - Milyon kWh													
	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2010							2,3	2,4	2,1	2,2			9,1
2011	2,5	2,1	2,4	2,3	2,4	2,3	2,1	2,6	2,4	2,7	2,7	2,8	29,3
2012	2,5	2,2	2,7	2,5	2,6	3,1	4,9	4,4	4,1	3,8	4,2	4,1	41,0
2013	4,4	3,9	4,4	4,6	4,8	4,1							26,3

Göltaş Çimento'ya Yapılan Satışlar - Milyon kWh													
	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2013				16,0									16,0

ORMA A.Ş.'ye Yapılan Satışların Toplam Satışlar İçindeki Payı - %													
	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2010							41%	48%	49%	40%			7%
2011	25%	16%	13%	6%	5%	9%	9%	14%	35%	15%	24%	21%	12%
2012	8%	4%	4%	4%	5%	17%	30%	26%	38%	44%	51%	11%	11%
2013	10%	7%	7%	10%	21%	12%							11%

Göltaş Çimento'ya Yapılan Satışların Toplam Satışlar İçindeki Payı - %													
	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2013				35%									7%

Şirket, Orma A.Ş. ve Göltaş Çimento dışında ikili anlaşma ile elektrik satışı yapmamaktadır. Kalan satışların tamamı TEİAŞ'a yapılmaktadır.

4.2.2. Elektrik Satışı (Milyon TL)

Şirketin 01/2007 - 06/2013 döneminde elde ettiği toplam (TEİAŞ ve Grup birlikte) elektrik satış gelirleri aşağıdaki gibidir.

Satış Gelirleri - Milyon TL													
Milyon TL	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2007	0,9	0,9	0,8	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	1,2	2,6	10,0
2008	1,5	1,2	1,7	2,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	1,1	0,7	12,0
2009	2,8	3,1	4,6	4,2	2,7	1,6	1,0	0,9	0,8	0,8	1,3	2,4	26,2
2010	2,7	2,9	2,7	1,5	1,2	0,8	0,9	0,9	0,7	0,8	0,4	1,6	16,6
2011	1,4	1,0	2,5	3,9	4,7	2,5	3,8	3,1	1,2	2,5	1,7	2,0	31,0
2012	5,3	10,2	8,2	7,6	7,6	3,2	3,0	2,9	1,9	1,5	1,5	6,2	99,1
2013	7,2	7,8	7,9	6,9	3,3	2,0							35,1

Şirket'in TEİAŞ'a yaptığı satışlardan elde ettiği gelirler aşağıdaki gibidir.

TEİAŞ'a Satışlar - Milyon TL													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2007	0,9	0,9	0,8	1,0	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	1,2	2,6	10,0
2008	1,5	1,2	1,7	2,0	1,0	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4	1,1	0,7	12,0
2009	2,6	3,1	4,6	4,2	2,7	1,6	1,0	0,9	0,8	0,8	1,3	2,4	26,2
2010	2,7	2,9	2,2	1,5	1,2	0,8	0,5	0,5	0,3	0,5	0,4	1,6	15,2
2011	1,0	1,3	2,1	3,5	4,3	2,2	3,5	2,6	0,8	2,0	1,3	1,5	26,3
2012	4,8	9,9	7,7	7,2	7,1	2,3	2,1	2,1	1,1	0,8	0,6	5,3	51,0
2013	6,3	7,1	7,1	3,6	2,5	1,3							27,9

Şirket'in Gruba yapılan satışlarından elde edilen gelirler aşağıdaki gibidir. Satış gelirleri tutarı, TRT payı (%2) ve Enerji Fonu (%1) bedellerini içermektedir.

ORMA A.Ş.'ye Yapılan Satışlar - Milyon TL													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2010							0,4	0,4	0,3	0,4			1,4
2011	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,5	4,8
2012	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,9	1,0	0,8	0,9	0,7	0,9	0,9	8,2
2013	0,9	0,7	0,8	0,7	0,8	0,7							4,7

Göltas Çimento'ya Yapılan Satışlar - Milyon TL													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Toplam
2013				2,5									2,5

4.3. Elektrik Satış Fiyatı Gerçekleşmeleri

Şirket'in 01/2007 yılı ile 06/2013 dönemi toplam satışlara (TEİAŞ ve Grup birlikte) ilişkin fiyat gerçekleşmeleri aşağıda yer almaktadır.

Satış Fiyatı - TL/kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ.Ort.
2007	0,130	0,121	0,120	0,135	0,115	0,138	0,150	0,141	0,117	0,097	0,135	0,141	0,131
2008	0,164	0,166	0,162	0,157	0,163	0,157	0,178	0,176	0,153	0,134	0,163	0,132	0,160
2009	0,143	0,129	0,170	0,155	0,137	0,166	0,149	0,146	0,130	0,138	0,133	0,123	0,144
2010	0,128	0,111	0,100	0,112	0,118	0,112	0,153	0,171	0,148	0,115	0,109	0,145	0,122
2011	0,148	0,123	0,138	0,096	0,106	0,107	0,171	0,161	0,179	0,148	0,151	0,154	0,138
2012	0,161	0,194	0,124	0,115	0,143	0,172	0,185	0,173	0,174	0,179	0,184	0,159	0,152
2013	0,158	0,140	0,131	0,150	0,146	0,157							0,144

TEİAŞ'a yapılan satışlara ilişkin fiyat gerçekleşmeleri aşağıdaki gibidir.

TEİAŞ Satış Fiyatı - TL/kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ.Ort.
2007	0,130	0,121	0,120	0,135	0,115	0,138	0,150	0,141	0,117	0,097	0,135	0,141	0,131
2008	0,164	0,166	0,162	0,157	0,163	0,157	0,178	0,176	0,153	0,134	0,163	0,132	0,160
2009	0,143	0,129	0,170	0,155	0,137	0,166	0,149	0,146	0,130	0,138	0,133	0,123	0,144
2010	0,128	0,111	0,100	0,112	0,118	0,112	0,149	0,180	0,139	0,142	0,109	0,145	0,119
2011	0,144	0,116	0,135	0,092	0,102	0,101	0,172	0,161	0,190	0,139	0,154	0,150	0,125
2012	0,160	0,195	0,122	0,112	0,141	0,149	0,181	0,166	0,162	0,167	0,147	0,153	0,146
2013	0,153	0,136	0,127	0,144	0,140	0,149							0,139

PMUM günlük fiyat gerçekleştirmeleri üzerinden hesaplanan aylık ortalama gün öncesi piyasa fiyat gerçekleştirmeleri ile Şirket'in TEİAŞ aylık ortalama satış fiyatlarının karşılaştırması aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

PMUM Gün Öncesi Piyasa Ortalama Fiyatlar - TL/kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.*
2010	0,120	0,109	0,097	0,109	0,114	0,107	0,148	0,170	0,140	0,129	0,096	0,117	0,113
2011	0,130	0,114	0,102	0,086	0,093	0,095	0,155	0,145	0,149	0,138	0,151	0,150	0,114
2012	0,148	0,196	0,122	0,113	0,141	0,144	0,168	0,161	0,154	0,152	0,145	0,153	0,144
2013	0,155	0,135	0,128	0,144	0,130	0,147	0,157	0,152					0,139

Kaynak: PMUM

2013 Ağustos ortalama fiyat Ocak-Haziran dönemi kapsamaktadır.

* Ağ. Ort. : Göltaş Enerji satış miktarına göre ağırlıklandırılmış aylık ortalama fiyat

PMUM Gün Öncesi Ortalama Fiyatlara Göre Göltaş Enerji TEİAŞ Satış Fiyatı Prim (İskonto) Oranı - %													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.
2010	6,9%	1,2%	3,6%	2,2%	3,3%	5,1%	0,7%	7,4%	-1,1%	10,8%	13,3%	24,3%	5,9%
2011	10,8%	2,2%	12,0%	7,7%	10,9%	5,9%	10,9%	10,8%	27,3%	0,6%	2,3%	0,0%	9,4%
2012	8,2%	-0,8%	0,3%	-0,2%	-0,1%	3,3%	7,2%	3,1%	5,3%	10,1%	1,9%	0,7%	1,5%
2013	-1,3%	0,6%	-0,7%	-0,2%	1,4%	1,0%							-0,2%

Benzer şekilde PMUM günlük Puant fiyat gerçekleştirmeleri baz alınarak hesaplanan aylık ortalama Puant fiyatları ve Göltaş Enerji satış fiyat gerçekleştirmelerine ilişkin veriler aşağıda yer almaktadır.

PMUM Puant Ortalama Fiyatlar - TL/kWh													
TL/kWh	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.*
2010	0,133	0,118	0,111	0,121	0,107	0,100	0,146	0,169	0,148	0,137	0,113	0,124	0,121
2011	0,150	0,131	0,122	0,096	0,108	0,105	0,165	0,155	0,163	0,148	0,169	0,164	0,128
2012	0,163	0,206	0,129	0,121	0,150	0,158	0,180	0,167	0,171	0,170	0,169	0,171	0,155
2013	0,173	0,146	0,146	0,146	0,139	0,154	0,160	0,165					0,151

Kaynak: PMUM

2013 Ağustos ortalama fiyat Ocak-Haziran dönemi kapsamaktadır.

* Ağ. Ort. : Göltaş Enerji satış miktarına göre ağırlıklandırılmış aylık ortalama fiyat

PMUM Puant Fiyatlarına Göre Göltaş Enerji TEİAŞ Satış Fiyatlarının Prim (İskonto) Oranı - %													
Fark %	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.
2010	-3,4%	-5,2%	-2,4%	-7,9%	10,1%	12,2%	2,3%	7,8%	-6,0%	3,6%	-4,2%	17,0%	-1,2%
2011	-4,2%	-11,4%	10,8%	-7,3%	-5,0%	-3,7%	4,3%	3,8%	16,2%	-6,3%	-9,0%	-6,5%	-2,5%
2012	-1,8%	-5,7%	-5,0%	-6,8%	-6,1%	-5,9%	0,4%	-1,1%	-5,1%	-1,5%	-12,7%	-10,4%	-5,0%
2013	-11,4%	-6,8%	-13,5%	-1,5%	0,8%	-3,4%							-6,3%

Şirket'in grup şirketlerine yaptığı satışlara ilişkin fiyat gerçekleştirmeleri aşağıdaki gibidir.

ORMA A.Ş.'ye Satış Fiyatları - TL/kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.
2010							0,158	0,158	0,158	0,158			0,158
2011	0,161	0,160	0,160	0,160	0,161	0,160	0,161	0,161	0,160	0,194	0,142	0,169	0,163
2012	0,171	0,171	0,169	0,184	0,164	0,204	0,195	0,194	0,194	0,194	0,220	0,210	0,200
2013	0,202	0,189	0,188	0,163	0,168	0,174							0,180

Göltaş Çimento'ya Satış Fiyatları - TL/kWh													
	Oca	Şub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Ağ. Ort.
2013				0,156									0,156

Şirket, grup şirketlerine yaptığı satışlarda 06/2013'e kadar TEDAŞ'ın 2 numaralı "İletim salt sahalarının dağıtım şirketinin kullanımındaki OG barolarına özel hattı ile bağlı tek bir tüzel kişi durumundaki kullanıcılar çift terimli sanayi tarifesine" iskonto uygulayarak ve katılan giderleri ekleyerek satışlarını gerçekleştirmiştir. Sadece Göltaş Çimento, İletim

hatlarına doğrudan bağlantısının bulunması nedeniyle iletim, perakende satış hizmeti ve kayıp kaçak için herhangi bir maliyete katılmamaktadır.

Şirket'in 2010 - 06/2013 döneminde grup şirketlerine yaptığı satışlar ile TEİAŞ satışlarının fiyat karşılaştırması aşağıda yer almaktadır.

2010 - 06/2013 G.İçİ Satışlar	
	TL
Grup İçi Brüt Satış Geliri	21.627.331
TRT Payı	-401.689
Enerji Fonu	-179.920
Diğer Giderler*	-3.546.580
Grup İçi Net Satış Geliri	17.499.142
	kWh
Grup İçi Satılan Enerji	121.651.526
	TL/kWh
Grup İçi Net Satış Fiyatı	0,144
TEİAŞ Ort.	0,139
Fark	0,005
PrİM / İskonto	3,7%

* Dağıtım, Kayıp Kaçak, PSH, İletim toplamı

Şirket'in 2010-06/2013 döneminde gruba yaptığı satışların net fiyat ortalaması 0,144 TL/kWh iken TEİAŞ satışları ortalama fiyatı 0,139 TL/kWh'dir. Buna göre grup satışları TEİAŞ satışlarından 0,005 TL/kWh (%3,7) daha yüksek gerçekleşmiştir.

Şirket beyanına göre, 06/2013'ten itibaren grup şirketlerine yapılacak satışlarda TEİAŞ'a satışlarda gerçekleşen aylık ortalama fiyatın üzerine katılan giderlerin (iletim, perakende satış ve kayıp kaçak, TRT ve Enerji Fonu) eklenmesi ve makul bir kar ilavesi ile satış fiyatı belirlenecektir.

4.4. Mali Veriler

Şirket'in 2010, 2011, 2012, 06/2012 ve 06/2013 itibarıyla bilanço ve gelir tablosu aşağıda yer almaktadır.

2010, 2011 ve 2012 yıllık mali veriler Denge Ankara Yeminli Mali Müşavirlik A.Ş. tarafından hazırlanan Yıllık Kurumlar Vergisi Beyannamesi Tasdik Raporu'ndan alınmıştır. 06/2012 ve 06/2013 mali verileri Şirket'ten temin edilmiştir.

Göltay Enerji Bilanço					
TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Dönen Varlıklar	11.319.743	11.721.090	24.290.149	34.132.149	51.088.105
Hazır Değerler	235.708	2.129.168	2.233.741	18.794.317	30.419.572
Kasa	3.187	429	1.718	2.328	938
Alınan Çekler	0	0	0	0	4.766.925
Bankalar	232.520	2.128.740	2.232.022	18.791.989	25.651.708
Ticari Alacaklar	1	425.468	9.944.442	3.551.250	10.220.199
Grup İçi Orma A.Ş.	0	419.233	9.797.016	3.534.279	10.215.162
Diğer	1	6.235	147.426	16.971	5.037
Diğer Alacaklar	0	21.649	6.455.315	5.027.272	5.143.197
Orma A.Ş.	0	0	5.470.530	5.000.000	5.120.530
Diğer	0	21.649	984.785	27.272	22.667
Stoklar	256	256	0	256	0
Gel. Ay. Ait Gide. Gel. Taha.	1.601.972	2.225.515	5.644.926	2.948.893	2.060.881
Gelir Tahakkukları	1.592.517	2.008.440	5.339.637	2.333.201	1.350.317
Diğer	9.455	217.075	305.290	615.692	710.564
Diğer Dönen Varlıklar	9.481.807	6.919.034	11.725	3.810.160	3.244.257
Peyin Vergi	0	0	0	3.166.323	3.211.588
Diğer	9.481.807	6.919.034	11.725	643.837	32.669
Duran Varlıklar	159.235.372	180.726.670	174.333.820	176.170.905	174.234.992
Ticari Alacaklar	55.950	58.463	57.950	59.730	57.950
Mad. Duran Var.	159.119.985	180.611.076	174.219.985	175.828.685	173.870.337
Mad. Olm. Duran Var.	59.437	57.131	54.825	55.978	53.672
Gel. Yil. Ait Gid. Gel. Taha.	0	0	1.060	226.513	253.033
Aktif Toplamı	170.555.116	192.447.760	198.623.969	210.303.054	225.323.097
Kısa Vadeli Yabancı Kaynaklar	14.328.795	28.511.066	30.211.076	14.341.205	15.749.539
Mali Borçlar	113.466	17.990.598	21.662.456	7.619.339	10.104.349
Ticari Borçlar	13.598.803	5.890.331	1.299.251	7.056.011	1.530.076
Diğer Borçlar	109.582	133.398	134.567	177.938	256.090
Alınan Avanslar	0	1.354.227	4.748.524	2.164.277	1.091.007
Öde. Ver. Yük.	252.220	201.447	200.006	203.256	754.366
Borç Gider Karşılıkları	0	0	0	0	0
Gel. Ay. Ait Gel. Gid. Taha.	254.725	2.941.065	2.166.272	2.120.384	2.013.652
Diğer Kısa Vadeli Kayn.	0	0	0	0	0
Uzun Vadeli Yabancı Kaynaklar	82.268.972	89.865.520	72.540.659	90.463.980	100.673.705
Mali Borçlar	82.088.314	89.684.861	72.360.000	90.283.322	100.493.047
Borç ve Gider Karşılıkları	180.659	180.659	180.659	180.659	180.659
Özkaynaklar	73.957.348	74.071.174	95.872.234	105.497.869	108.899.852
Ödenmiş Sermaye	60.416.669	60.416.669	60.416.669	60.416.669	60.416.669
Kar Yedekleri	7.177.512	7.274.639	7.280.330	7.280.330	35.455.566
Geç. Yil. Kar/Zararları	4.420.631	6.266.040	6.374.175	6.374.175	
Dönem Net Karı	1.942.536	113.826	21.801.060	31.426.694	13.027.618
Pasif Toplamı	170.555.116	192.447.760	198.623.969	210.303.054	225.323.097

Götaş Enerji Gelir Tablosu					
TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Net Satışlar	16.592.656	31.018.736	59.138.760	42.099.689	35.114.813
SMM	-11.635.007	-24.957.968	-22.108.577	-10.914.036	-9.352.417
Brüt Kar	4.957.649	6.060.768	37.030.183	31.185.653	25.762.396
Faaliyet Giderleri	-3.980.037	-5.902.666	-9.742.599	-4.503.274	-4.533.007
Paz. Dağ. Sat. Gid.	-1.338.997	-3.249.497	-5.286.987	-2.641.293	-2.055.878
Gen. Yön. Gide.	-2.641.040	-2.653.168	-4.455.612	-1.861.981	-2.477.129
Faaliyet Karı/Zaranı	977.613	158.102	27.287.584	26.682.379	21.229.389
Diğer Faa. Gelir/Gider	510.083	-148.948	5.598.787	8.023.097	-5.293.972
Faiz Gelir/Gider	555.612	19.696	1.165.004	465.654	896.102
Kambiyo Karı/Zaranı	-45.529	-168.644	4.433.783	7.557.443	-6.190.074
Finansman Giderleri	-32.858	-26.078	-6.157.676	-3.758.146	-2.917.642
Olagan Kar/Zarar	1.454.837	-16.924	26.728.695	31.437.330	13.017.775
Olagandışı Gelir/Gider	487.699	130.750	-15.060	-10.636	9.843
Dönem Karı/Zaranı	1.942.536	113.826	26.713.635	31.426.694	13.027.618
Vergi	0	0	-4.912.574	-3.123.116	-3.219.882
Dönem Net Kar/Zaranı	1.942.536	113.826	21.801.060	28.303.578	9.807.736

4.4.1. Satış Gelirleri

Şirket satışlarının dağılımı aşağıdaki gibidir.

TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Satışlar	16.592.656	31.018.736	59.138.760	42.099.689	35.114.813
Topl. Sat. TEİAŞ	15.155.931	26.252.268	50.955.409	39.022.489	27.874.025
Grup İçi Satışlar	1.394.879	4.634.703	7.978.824	3.001.065	7.037.317
TRT Enerji Payı Bed.	41.846	87.843	136.352	50.758	135.648
Enerji Fonu Bedel	0	43.922	68.175	25.378	67.824

4.4.2. Satılan Mamul Maliyeti

Şirket satılan mamul maliyeti detayı aşağıda yer almaktadır.

TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
SMM	-11.635.007	-24.957.968	-22.108.577	-10.914.036	-9.352.417
M.D.V. Amortismanları	-8.256.700	-20.555.180	-15.675.482	-7.594.126	-6.629.963
Brüt Ücretler	-819.862	-1.757.105	-2.480.864	-1.090.606	-1.184.380
Sporla Giderleri	-786.861	-997.355	-1.153.593	-566.664	-581.690
D. Dış. Sağ. Fayda Hzm.	-96.980	-244.103	-793.766	-573.565	-141.056
Ulaştırma ve Akaryakıt. G.	-313.690	-365.113	-428.768	-209.793	-226.433
Diğer	-1.367.953	-1.039.111	-1.576.104	-879.282	-588.894

4.4.3. Faaliyet Giderleri

Satış, pazarlama ve genel yönetim giderlerinin detayı aşağıdaki gibidir.

TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Faaliyet Giderleri	-3.980.037	-5.902.666	-9.742.599	-4.503.274	-4.533.007
Paz. Dağ. Sat. Giderleri	-1.338.997	-3.249.497	-5.286.987	-2.641.293	-2.055.878
- Sistem Kullanım Gideri	-242.501	-671.042	-2.160.051	-1.111.481	-1.054.513
- PSH, İletim, Kayıp Kaçak	-101.200	-853.836	-1.828.052	-685.129	-763.492
- Dengesizlik + Sıfır Bakiye	-995.296	-1.724.619	-1.298.884	-844.683	-237.873
Genel Yönetim Giderleri	-2.641.040	-2.653.168	-4.455.612	-1.861.981	-2.477.129
- Ücretler	-1.135.171	-1.211.322	-1.771.444	-702.933	-1.014.023
- Dışardan Sağlanan	-535.747	-604.160	-793.547	-306.580	-442.989
- Ulaştırma	-307.107	-129.516	-382.198	-178.847	-130.320
- Diğer	-584.179	-623.276	-1.328.735	-603.667	-639.765
- Amortisman	-78.836	-84.894	-179.688	-69.954	-50.032

4.4.4. FAVÖK (Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar) ve Marjlar

Şirket'in FAVÖK ve kar marjı gerçekleştirmeleri aşağıdaki gibidir.

Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar					
TL	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Net Satışlar	16.592.656	31.018.736	59.138.760	42.099.689	35.114.813
Brüt Kar - Amortisman Hariç	13.381.078	26.700.842	52.887.659	38.850.886	32.443.544
Faaliyet Karı	977.613	158.102	27.287.584	26.692.379	21.229.389
Amortisman	8.423.429	20.640.074	15.857.476	7.565.232	6.681.148
FAVÖK	9.401.042	20.798.177	43.145.060	34.347.612	27.910.537

Marjlar					
	2010	2011	2012	06/2012	06/2013
Brüt Kar Marjı - Amort. Hariç	81%	86%	89%	92%	92%
Faaliyet Kar Marjı	6%	1%	46%	63%	60%
FAVÖK Marjı	57%	67%	73%	82%	79%

4.4.5. Personel

Şirket'in çalışan sayısı aşağıdaki gibidir.

Personel Sayısı				
	2010	2011	2012	06/2013
Personel Sayısı	76	84	81	81

5. Şirket Değeri Tespiti

Değerleme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akışları Yaklaşımı, Benzer Şirket Yaklaşımı ve Özvarlık Değeri Yaklaşımı kullanılarak Göltaş Enerji için olası Şirket Değeri hesaplanmıştır.

5.1. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi ve Sonuçları

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi şirket faaliyetlerinin gelirler, giderler, amortisman, vergi ve yatırım tutarları gibi yönlerinin yanı sıra finansal piyasa koşullarını da dikkate alan bir analiz türü olması nedeniyle uluslararası piyasalarda kabul gören bir değerlendirme yöntemidir.

İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi, şirketin faaliyetlerinin öngörülebilir bir gelecekte devam edeceğini varsayarak gelecekteki tahmini serbest nakit akışlarının değerlendirme tarihine indirgenmesi suretiyle şirket değerinin belirlenmesi esasına dayanmaktadır.

Şirketin yaratacağı serbest nakit akışları, şirketin geleceğe yönelik planları ve projeksiyonları çerçevesinde oluşturulmaktadır. İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi sayesinde şirketin fon yaratma gücü görülebilmektedir. Ayrıca şirketin satış hacminde olası bir büyümenin, maliyet yapısının, yatırım kararlarının ve işletme sermayesi politikalarının, pasif yapısının ve şirketin performansını etkileyen sektörel ve ekonomik parametrelerin etkilerini yansıtabilmektedir. Söz konusu parametrelerdeki değişimlerin şirket değerini ne kadar değiştirdiği de duyarlılık analizi ile tespit edilebilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akışları analizinde işletmenin sürekliliği esas alınarak, Şirket'in operasyonları sonucu oluşacak tahmini serbest nakit akışları Şirket'in sermaye ve borç kaynaklarının beklentisi doğrultusunda hesaplanan ağırlıklı ortalama sermaye maliyetini gösteren iskonto oranı ile rapor tarihine indirgenmektedir. İskonto oranı, belli bir miktarda parayı gelecekte almanın aynı miktarda parayı şimdi almaktan daha az çekici ve daha riskli olduğu gerçeğine dayanır. İskonto oranı, yatırımcıların bir işe belirli bir düzeyde risk altında yatırım yapmak için öngördükleri yatırım getiri oranı olarak da tanımlanabilir. Hesaplama kullanılan iskonto oranları Şirket'in risk profili ile doğru orantılıdır.

Bu yöntem işletmelerin değerlemesinde en güvenilir metotlardan biri olarak kabul edilmesine rağmen, değerlemenin güvenilirliği, nakit akışlarını oluşturan varsayımların tutarlılığı ve geçerliliğine bağlıdır. Ayrıca kullanılan iskonto oranı, sonuca direkt olarak etki etmektedir.

İskontolanan serbest nakit akışları projeksiyon dönemi sonrasında oluşan artık değer ile toplanmakta ve bulunan "firma değeri"nden net borcun düşülmesi suretiyle "şirket değeri"ne ulaşmaktadır.

Serbest nakit akışlarının hesaplanmasında finansman giderleri nakit çıkışı olarak hesaplanmamaktadır. Finansman giderleri İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi'nde sermaye maliyetinin bir unsuru olarak ele alınmaktadır. Faaliyet dışı nakit akışları da operasyonel nakit akış hesabında göz önünde bulundurulmamıştır.

5.1.1. Varsayımlar ve Sonuçlar

- Değerleme çalışmasında Göltaş Enerji yönetimi tarafından temin edilen mali ve diğer bilgilerin, gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiştir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan gelir-gider varsayımları, Şirket yönetimi tarafından verilen bilgi ve belgeler çerçevesinde oluşturulmuştur.
- Nakit akışları 2013 yılı ikinci yarısı (2013-IIY) ve 2014-2023 dönemi için projekte edilmiş, sonraki dönem için artık değer hesaplanmıştır.
- Projeksiyonlar Türk Lirası bazında yapılmıştır.
- Şirket'in halen faal durumda bulunan 2 hidroelektrik santrali Eşen I ve Eşen II için toplam üretim miktarı Şirket tahmini doğrultusunda 2013 yılı için 350 milyon kWh, 2014 - 2023 yılları arası dönem içinse yıllık 372 milyon kWh/Yıl olarak kabul edilmiştir.

Söz konusu iki santralin elektrik üretimine başladığı tarihten Haziran 2013'e kadar olan dönem içerisinde gerçekleştirdikleri en düşük ve en yüksek son 12 aylık üretim miktarı, EPDK Üretim Lisansı'na ve fizibilite raporuna göre ortalama üretim verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Son 12 Aylık Üretim - kWh			
	Eşen I	Eşen II	Toplam
En Düşük	193.614.349	62.885.290	256.499.639
En Yüksek	233.173.959	190.153.570	423.327.529
EPDK Ortalama Üretim	216.300.000	187.500.000	403.800.000
Fizibilite Ortalama Üretim	193.300.000	192.900.000	386.200.000

- f. Geçmiş yıllara ilişkin gerçekleştirmeler göz önüne alınarak projeksiyon döneminde üretilen elektrik enerjisinin %2,5'lik kısmının içsel tüketim ve iletim kaybı olarak sarf olacağı ve satışa sunulan elektrik miktarının üretilen elektrik miktarından %2,5 daha düşük olacağı kabul edilmiştir. Buna göre öngörülen elektrik satış miktarı aşağıdaki gibidir.

Elektrik Üretim ve Satış Miktarı - kWh						
	2013-II Y	2013	2014	2015	2016	2017
(+) Üretim	100.825.248	350.154.830	372.000.000	372.000.000	372.000.000	372.000.000
(-) Sarf Olunan	-2.550.116	-8.855.652	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600
Sarf Oranı	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
= Elektrik Satış	98.275.132	341.299.178	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400
% Değişim		-12,2%	6,2%	0,0%	0,0%	0,0%

Elektrik Üretim ve Satış Miktarı - kWh						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(+) Üretim	372.000.000	372.000.000	372.000.000	372.000.000	372.000.000	372.000.000
(-) Sarf Olunan	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600	-9.411.600
Sarf Oranı	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%	-2,5%
= Elektrik Satış	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400
% Değişim	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Toplam elektrik satışının projeksiyon döneminde TEİAŞ ve grup şirketleri arasındaki dağılımı aşağıdaki gibi öngörülmüştür.

Elektrik Üretim ve Satış Miktarı - kWh						
	2013-II Y	2013	2014	2015	2016	2017
Toplam Satış	98.275.132	341.299.178	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400
TEİAŞ	75.120.132	275.825.990	308.211.242	308.211.242	308.211.242	308.211.242
Orma A.Ş.	23.155.000	49.433.780	54.377.158	54.377.158	54.377.158	54.377.158
Götaş Çimento	0	16.039.408	0	0	0	0

Elektrik Üretim ve Satış Miktarı - kWh						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Toplam Satış	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400	362.588.400
TEİAŞ	308.211.242	308.211.242	308.211.242	308.211.242	308.211.242	308.211.242
Orma A.Ş.	54.377.158	54.377.158	54.377.158	54.377.158	54.377.158	54.377.158
Götaş Çimento	0	0	0	0	0	0

Şirket 2013 yılı ilk yarısında Orma A.Ş. dışında diğer grup şirketi Götaş Çimento'ya elektrik satışı gerçekleştirmiştir. Ancak Şirket beyanına göre Götaş Çimento'ya yapılan satışın önümüzdeki yıllarda sürmesi beklenmemektedir. Bu sebeple projeksiyonlarda 2014 ve izleyen yıllarda Götaş Çimento'ya enerji satışı öngörülmemiş sadece Orma A.Ş.'ye satışların devam edeceği varsayılmıştır.

- g. Şirket'in ortalama elektrik satış fiyatı (TEİAŞ ve grup şirketi Orma A.Ş. dahil) 2013 yılı ikinci yarısı için 0,169 TL/kWh, 2014 yılı için 0,160 TL/kWh, 2015 ve izleyen yıllarda yıllık %6,0 artış olacak şekilde hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi elektrik satış fiyatları projeksiyonuna ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

Elektrik Satış Fiyatları - TL / kWh						
	2013-II Y	2013	2014	2015	2016	2017
Ortalama Fiyat	0,169	0,152	0,160	0,170	0,180	0,191
TEİAŞ	0,161	0,145	0,154	0,163	0,173	0,183
Orma A.Ş.	0,194	0,187	0,198	0,210	0,222	0,236
Gölas Çimento		0,156				
Fiyat Değişimi %						
Ortalama Fiyat		-0,3%	5,8%	6,0%	6,0%	6,0%
TEİAŞ		-1,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Orma A.Ş.		-6,5%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Elektrik Satış Fiyatları - TL / kWh						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ortalama Fiyat	0,202	0,214	0,227	0,241	0,255	0,271
TEİAŞ	0,194	0,206	0,218	0,231	0,245	0,260
Orma A.Ş.	0,250	0,265	0,281	0,297	0,315	0,334
Gölas Çimento						
Fiyat Değişimi %						
Ortalama Fiyat	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
TEİAŞ	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Orma A.Ş.	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

Şirket beyanına göre, gruba yapılacak satışlarda 06/2013'den itibaren geçerli olacak fiyat; TEİAŞ'a yapılan satışlarda oluşacak ortalama fiyat üzerine katılan giderlerin (iletim, perakende satış ve kayıp kaçak, TRT ve Enerji Fonu) eklenmesi ve makul bir kar ilavesi ile belirlenecektir. Değerleme çalışmasında yaklaşık %5 makul kar oranı kullanılarak grup şirketi Orma A.Ş.'ye yapılacak satışlara ilişkin hesaplanan satış fiyatı ile TEİAŞ satış fiyatlarının brüt farkı ve katılan giderleri ile fonlar düşüldükten sonra hesaplanmış net fark aşağıdaki gibidir.

Grup Şirketi Orma A.Ş.'ye Elektrik Satış Fiyatı - TL/kWh						
	2013-II Y	2013	2014	2015	2016	2017
Orma A.Ş. Satış Fiyat	0,194	0,187	0,198	0,210	0,222	0,236
TEİAŞ Satış Fiyat	0,161	0,145	0,154	0,163	0,173	0,183
Orma - TEİAŞ Brüt Fark	0,032	0,042	0,044	0,047	0,050	0,053
TRT + Enerji Fonu	-0,006	-0,005	-0,006	-0,006	-0,007	-0,007
Katılan Giderler	-0,029	-0,029	-0,031	-0,033	-0,035	-0,037
Net Fark (Orma-TEİAŞ)	-0,002	0,007	0,007	0,008	0,008	0,009
Net Fark/TEİAŞ Satış Fk	-1,5%	5,0%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

Grup Şirketi Orma A.Ş.'ye Elektrik Satış Fiyatı - TL/kWh						
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Orma A.Ş. Satış Fiyat	0,250	0,265	0,281	0,298	0,316	0,335
TEİAŞ Satış Fiyat	0,194	0,206	0,218	0,232	0,245	0,260
Orma - TEİAŞ Brüt Fark	0,056	0,059	0,063	0,067	0,070	0,075
TRT + Enerji Fonu	-0,009	-0,008	-0,008	-0,009	-0,009	-0,010
Katılan Giderler	-0,039	-0,041	-0,044	-0,046	-0,048	-0,052
Net Fark (Orma-TEİAŞ)	0,009	0,010	0,011	0,011	0,012	0,013
Net Fark/TEİAŞ Satış Fk	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%

h. Satış Geliri Projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

TL	2013-IIY	2013	2014	2015	2016	2017
Satışlar	16.598.308	51.713.121	58.238.752	61.733.077	65.437.062	69.363.286
Topt. Sat.	12.113.862	39.987.886	47.460.361	50.307.983	53.326.462	56.526.049
Grup İçi Enerji Sat.	4.349.913	11.373.478	10.455.040	11.063.342	11.747.283	12.452.119
TRT Enerji Payı Bed.	89.689	234.505	215.568	228.502	242.212	256.745
Enerji Fonu Bedel	44.844	117.252	107.784	114.251	121.106	128.372

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Satışlar	73.525.083	77.936.588	82.612.783	87.569.550	92.823.723	98.393.147
Topt. Sat.	59.917.612	63.512.669	67.323.429	71.362.835	75.644.605	80.183.281
Grup İçi Enerji Sat.	13.199.247	13.991.201	14.830.674	15.720.514	16.663.745	17.663.569
TRT Enerji Payı Bed.	272.149	288.478	305.787	324.134	343.582	364.197
Enerji Fonu Bedel	136.075	144.239	152.894	162.067	171.791	182.099

i. Şirket'in projeksiyon dönemi satılan mamul maliyeti aşağıdaki gibidir. Amortisman hariç üretim giderlerinin 2014 yılından itibaren yıllık ortalama %5,0 artış göstereceği varsayılmıştır.

TL	2013-IIY	2013	2014	2015	2016	2017
SMM	-10.765.738	-20.118.155	-20.327.933	-20.666.875	-21.106.692	-21.573.001
M.D.V.Amortismanları	-6.792.554	-13.422.518	-13.230.558	-13.143.657	-13.132.061	-13.119.913
Brüt Ücretler	-1.530.403	-2.888.400	-3.061.704	-3.245.406	-3.440.131	-3.646.538
Sporla Giderleri	-641.119	-1.222.809	-1.296.177	-1.373.948	-1.456.385	-1.543.768
D. Değ. Sağ. Fayda Hzm.	-700.336	-841.392	-891.875	-945.388	-1.002.111	-1.062.238
Üretim ve Akrykt. G.	-228.061	-454.494	-481.764	-510.670	-541.310	-573.788
Diğer	-873.265	-1.288.543	-1.365.855	-1.447.807	-1.534.675	-1.626.756

Amortisman Hariç Maliyet	-3.973.184	-6.695.637	-7.097.376	-7.523.218	-7.974.611	-8.453.088
Değişim		4,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
SMM	-16.479.148	-17.003.363	-16.867.000	-17.456.291	-18.081.088	-18.743.527
M.D.V.Amortismanları	-7.518.874	-7.505.473	-6.799.237	-6.784.463	-6.768.949	-6.752.660
Brüt Ücretler	-3.865.331	-4.097.251	-4.343.086	-4.603.671	-4.879.891	-5.172.694
Sporla Giderleri	-1.636.394	-1.734.578	-1.838.652	-1.948.972	-2.065.910	-2.189.864
D. Değ. Sağ. Fayda Hzm.	-1.125.922	-1.193.530	-1.265.142	-1.341.051	-1.421.514	-1.506.805
Üretim ve Akrykt. G.	-608.216	-644.708	-683.391	-724.394	-767.858	-813.930
Diğer	-1.724.361	-1.827.823	-1.937.492	-2.053.741	-2.176.966	-2.307.584

Amortisman Hariç Maliyet	-8.960.273	-9.497.890	-10.067.763	-10.671.821	-11.312.139	-11.990.867
Değişim		6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

j. Faaliyet giderleri projeksiyon dönemi için aşağıdaki şekilde projekte edilmiştir.

TL	2013-IIY	2013	2014	2015	2016	2017
Faaliyet Giderleri	-4.420.388	-8.953.295	-10.451.298	-11.076.171	-11.738.426	-12.440.300
Satışa Oran	-26,6%	-17,3%	-17,9%	-17,9%	-17,9%	-17,9%
Paz. Değ. Sat. Giderleri	-2.004.068	-4.059.946	-5.266.449	-5.582.435	-5.917.382	-6.272.425
- Satış Kullanan Gider	-1.235.141	-2.289.654	-2.427.033	-2.572.655	-2.727.014	-2.890.635
- İletim, Kayıp Kaçak	-672.735	-1.436.227	-1.674.641	-1.775.119	-1.881.628	-1.994.524
- Dengesizlik + Sıfır Bekleme	-96.192	-334.066	-1.164.775	-1.234.662	-1.308.741	-1.387.266
Genel Yönetim Giderleri	-2.416.219	-4.893.348	-5.184.849	-5.493.735	-5.821.044	-6.167.876
- Ücretler	-1.014.577	-2.028.600	-2.150.316	-2.279.335	-2.416.095	-2.561.061
- Dışarıdan Sağlanan	-398.171	-841.160	-891.630	-945.127	-1.001.835	-1.061.945
- Ulaştırma	-274.810	-405.130	-429.437	-455.204	-482.516	-511.467
- Diğer	-568.661	-1.408.459	-1.492.966	-1.582.544	-1.677.497	-1.778.147
- Amortisman	-159.968	-210.000	-220.500	-231.525	-243.101	-255.256

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Faaliyet Giderleri	-13.184.166	-13.972.536	-14.808.074	-15.693.603	-16.632.117	-17.626.786
Satışa Oran	-17,9%	-17,9%	-17,9%	-17,9%	-17,9%	-17,9%
Paz. Dağ. Sat. Giderleri	-6.648.770	-7.047.696	-7.470.558	-7.918.791	-8.393.919	-8.897.554
- Sistem Kullanım Gideri	-3.064.073	-3.247.918	-3.442.793	-3.649.300	-3.868.322	-4.100.421
- PSH, İletim, Kayıp Kaçak	-2.114.193	-2.241.047	-2.375.510	-2.518.040	-2.669.123	-2.829.270
- Demansizlik + Sfr Bakıye	-1.470.502	-1.558.732	-1.652.256	-1.751.391	-1.856.474	-1.967.863
Genel Yönetim Giderleri	-6.535.396	-6.924.839	-7.337.516	-7.774.812	-8.238.198	-8.729.232
- Ücretler	-2.714.724	-2.877.608	-3.050.264	-3.233.280	-3.427.277	-3.632.914
- Değardan Sağlanan	-1.125.662	-1.193.202	-1.264.794	-1.340.681	-1.421.122	-1.506.389
- Ulaştırma	-542.155	-574.684	-609.165	-645.713	-684.458	-725.526
- Diğer	-1.884.836	-1.997.926	-2.117.801	-2.244.869	-2.379.561	-2.522.335
- Amortisman	-268.019	-281.420	-295.491	-310.266	-325.779	-342.068

k. Şirket'in projeksiyon dönemi operasyonel marjları aşağıda yer almaktadır,

Marjlar %	2013-İTY	2013	2014	2015	2016	2017
Brüt Karlık	35,1%	61,1%	65,1%	66,5%	67,7%	68,9%
Brüt Karlık - Amort. Harcı	76,1%	87,1%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%
Faaliyet Gideri / Satışlar	12,1%	7,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Faaliyet Karlığı	8,5%	43,8%	47,1%	46,6%	49,8%	51,0%
FAVOK Karlığı	50,4%	70,1%	70,2%	70,2%	70,2%	70,2%

Marjlar %	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Brüt Karlık	77,6%	78,2%	79,6%	80,1%	80,5%	81,0%
Brüt Karlık - Amort. Harcı	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%	87,8%
Faaliyet Gideri / Satışlar	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Faaliyet Karlığı	59,7%	60,3%	61,7%	62,1%	62,6%	63,0%
FAVOK Karlığı	70,2%	70,2%	70,2%	70,2%	70,2%	70,2%

l. Yatırım harcamaları Şirket tahminleri doğrultusunda hazırlanmış olup, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

TL	2013-İTY	2019	2014	2015	2016	2017
Yatırımlar	838.041	6.600.343	888.324	941.623	998.121	1.058.008
Yenileme Yatırımı	838.041	838.041	888.324	941.623	998.121	1.058.008
Diğer	0	5.762.302	0	0	0	0

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Yatırımlar	1.121.488	1.188.778	1.260.104	1.335.711	1.415.853	1.500.804
Yenileme Yatırımı	1.121.488	1.188.778	1.260.104	1.335.711	1.415.853	1.500.804
Diğer	0	0	0	0	0	0

Şirket beyanına göre; Denizli-Buldandı Jeotermal yatırımı etüt çalışmalarına başlanmıştır. 01.07.2014 tarihi itibarıyla etüt çalışmalarının tamamlanması planlanmaktadır. Jeotermal enerji potansiyeli tespit edilmesi halinde Temmuz 2015'te sondaj çalışmalarına geçilmesi planlanmaktadır. Rapor tarihi itibarıyla gerçekleştirilmesi planlanan yatırımın şirket değerine etkisi ölçülemediğinden değerlendirme çalışmasına dahil edilmemiştir.

m. Şirket'in projeksiyon dönemi öngörülen işletme sermayesi aşağıdaki gibidir.

TL	2013-İTY	2013	2014	2015	2016	2017
Net İşletme Sermayesi	17.710.271	18.074.475	488.413	353.753	1.231.399	1.327.508
Ticari Alacaklar	19.471.569	19.471.569	1.617.743	1.714.808	1.817.696	1.926.798
Ticari Borçlar	-1.761.299	-1.397.094	-1.129.330	-861.120	-586.297	-599.290
Ortalama Devir Süresi	233 Gün	181 Gün	4 Gün	7 Gün	10 Gün	11 Gün
Alacak Devir Süresi-Gün	211 Gün	136 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün
Borç Devir Süresi-Gün	29 Gün	29 Gün	25 Gün	20 Gün	15 Gün	10 Gün

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Net İşletme Sermayesi	1.584.609	1.692.390	1.826.272	1.947.591	2.076.184	2.212.489
Ticari Alacaklar	2.042.363	2.164.905	2.294.800	2.432.488	2.578.437	2.731.143
Ticari Borçlar	-457.754	-472.516	-468.528	-484.897	-502.253	-520.654
Ortalama Devir Süresi	13 Gün	13 Gün	13 Gün	13 Gün	13 Gün	14 Gün
Alacak Devir Süresi-Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün
Borç Devir Süresi-Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün	10 Gün

Şirket, TEİAŞ'a yaptığı elektrik satışlarının bedelini ertesi gün tahsil etmektedir. Şirket'in 06/2013 itibarıyla 10.220.199 TL tutarındaki müşteriler hesabının 10.215.161 TL tutarındaki kısmı Orma A.Ş.'den olan alacaklardan oluşmaktadır. Şirket'in söz konusu alacağın tahsilatına ilişkin Orma A.Ş.'den almış olduğu çeklere ilişkin detay aşağıdaki gibidir.

Vade	Çek Tutarı
31.01.2014	1.882.423,66 TL
28.02.2014	1.544.565,18 TL
31.03.2014	2.085.105,30 TL
30.04.2014	1.664.331,70 TL
31.05.2014	2.013.173,11 TL
30.06.2014	846.790,70 TL
Toplam	10.036.389,65 TL

2013 Temmuz – Aralık döneminde Orma A.Ş.'ye yapılacak satış bedellerinin tahsilatının aşağıda yer aldığı şekilde gerçekleşmesi Şirket tarafından öngörülmektedir.

Temmuz 2013 Satış Bedeli	: Haziran 2014
Ağustos – Eylül 2013 Satış Bedeli	: Temmuz 2014
Ekim – Kasım 2013 Satış Bedeli	: Ağustos 2014
Aralık 2013 Satış Bedeli	: Ocak 2014

İzleyen dönemde Orma A.Ş.'ye yapılan aylık elektrik satış bedellerinin ortalama 30 gün içinde tahsil edilmesi beklenmektedir. Göltaş Enerji, vadeyi aşan alacaklarıyla ilgili olarak, piyasa emsallerine uygun faiz oranlarıyla, Orma'ya vade farkı tahakkuku yapmaktadır.

n. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplamasına ilişkin detaylar aşağıdaki gibidir.

Rakoriz Getiri ⁽¹⁾	9,4%
Hisse Ek Getiri	7,0%
Beta	1,00
Sermaye Maliyeti	16,4%
Borçlanma Maliyeti	12,0%
Vergi Oranı	20,0%
Vergi Sonrası Borçlanma	9,60%
Borc/(Borc + Özsermaye)	51,7%
Özser./(Borc + Özsermaye)	48,3%
Ağ. Ort. Ser. Maliyeti	12,9%

⁽¹⁾TR70R0323710 - 27.11.2013 İbex Gecik

TL	06/2013	% Pay
Borc	116.423.245	51,7%
Kısa Vadeli Yükümlülükler	15.749.539	7,0%
Uzun Vadeli Yükümlülükler	100.673.705	44,7%
Özsermaye	108.899.852	48,3%
Pasif Toplamı	225.323.097	100,0%

o. Şirket'in 06/2013 itibarıyla net borç hesaplaması aşağıdaki gibidir.

TL	06/2013
Kısa Vadeli Mal Borç	10.104.349
Uzun Vadeli Mal Borç	100.493.047
Kasa	-938
Bankalar	-25.651.708
Diğer Alacak (Orma A.Ş.)	-5.120.530
Net Borç	79.824.219

06/2013 itibarıyla Orma A.Ş.'den olan 5.120.530 TL'lik Ticari Olmayan Alacak tutarının 31.12.2013 tarihine kadar tahsil edileceğine ilişkin Şirket beyanına istinaden ilgili tutar Net Borç hesaplamasında varlık olarak değerlendirilmiştir.

5.1.2. Nakit Akışları Projeksiyonu ve Serbest Nakit Akışları Tahmini

Şirket'in yukarıda açıklanan varsayımlarla oluşturulan operasyonel gelir/gider projeksiyonları aşağıdaki gibidir.

TL	2013-IIIY	2013	2014	2015	2016	2017
Satışlar	16.598.308	51.713.121	58.238.762	61.733.077	65.437.062	69.363.286
SMM	-10.765.738	-20.118.155	-20.327.933	-20.666.875	-21.106.692	-21.573.001
Brüt Kar	5.832.570	31.594.966	37.910.819	41.066.202	44.330.370	47.790.284
Faaliyet Gideri	-4.420.288	-8.953.295	-10.451.298	-11.076.171	-11.738.426	-12.440.300
Pazarlama Satış	-2.004.068	-4.059.946	-5.266.449	-5.582.435	-5.917.382	-6.272.425
Genel Yönetim	-2.416.219	-4.893.348	-5.184.849	-5.493.735	-5.821.044	-6.167.876
Faaliyet Kar	1.412.282	22.641.671	27.459.521	29.990.031	32.591.944	35.349.984
Amortisman	-6.952.523	-13.632.518	-13.451.058	-13.375.162	-13.375.182	-13.375.170
FAVÖK	8.364.805	36.274.189	40.910.579	43.365.213	45.967.126	48.725.154

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Satışlar	73.525.083	77.936.588	82.612.783	87.569.550	92.823.723	98.393.147
SMM	-16.479.148	-17.003.363	-16.867.000	-17.456.291	-18.081.088	-18.743.527
Brüt Kar	57.045.935	60.933.225	65.745.783	70.113.259	74.742.635	79.649.619
Faaliyet Gideri	-13.184.166	-13.972.536	-14.808.074	-15.693.603	-16.632.117	-17.626.786
Pazarlama Satış	-6.648.770	-7.047.696	-7.470.558	-7.918.791	-8.393.919	-8.897.554
Genel Yönetim	-6.535.396	-6.924.839	-7.337.516	-7.774.812	-8.238.198	-8.729.232
Faaliyet Kar	43.861.770	46.960.689	50.937.710	54.419.656	58.110.519	62.022.834
Amortisman	-7.786.893	-7.786.893	-7.094.728	-7.094.728	-7.094.728	-7.094.728
FAVÖK	51.648.663	54.747.583	58.032.438	61.514.384	65.205.247	69.117.562

Projeksiyon dönemi için öngörülen serbest nakit akışı aşağıdaki gibidir.

TL	2013-IIIY	2013	2014	2015	2016	2017
(+) FAVÖK	8.364.805	36.274.189	40.910.579	43.365.213	45.967.126	48.725.154
(-) Vergi	-282.456	-4.528.334	-5.491.904	-5.930.006	-6.518.389	-7.069.997
(-) Yatırımlar	-639.926	-6.602.228	-890.322	-943.741	-1.000.366	-1.060.387
(+/-) İhtilaf Serm. Değ.	-4.253.224	-9.429.284	17.585.062	-365.274	-377.711	-46.109
(=) Serbest Nakit	2.989.199	15.714.342	52.114.419	38.056.192	38.070.661	40.498.661
Ağ. Ort. Ser. Maliyeti	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
İndirgenmiş Nakit Akışları	2.955.696	15.538.219	45.657.692	27.990.528	26.176.083	24.672.092

TL	2018	2019	2020	2021	2022	2023
(+) FAVÖK	51.648.663	54.747.583	58.032.438	61.514.384	65.205.247	69.117.562
(-) Vergi	-8.772.354	-8.392.138	-10.187.542	-10.883.931	-11.622.104	-12.404.567
(-) Yatırımlar	-1.124.011	-1.191.451	-1.262.938	-1.338.715	-1.419.038	-1.504.180
(+/-) İhtilaf Serm. Değ.	-257.101	-107.980	-133.682	-121.319	-128.594	-136.305
(=) Serbest Nakit	41.495.197	44.056.013	46.448.275	49.170.419	52.035.512	55.072.510
Ağ. Ort. Ser. Maliyeti	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%	12,9%
İndirgenmiş Nakit Akışları	22.398.256	21.070.392	19.676.331	18.455.656	17.305.194	16.227.910
2013-2023 İndirgenmiş Değer						242.585.830
Nihai Değer *						216.721.333

* N.22.8 Ekliye ile, net nihai değere ile hesaplanmıştır.

Şirket değeri hesaplaması aşağıdaki gibidir.

	TL
1. 2013 -2023 Net Bugünkü Değer	242.585.830
2. 2023 Sonrası Nihai Değer	216.721.333
3. Firma Değeri (1+2)	459.307.163
4. Net Borç	79.824.219
5. Şirket Değeri (3-4)	379.482.944

İndirgenmiş nakit akışı yaklaşımı ile Göltaş Enerji için hesaplanan olası şirket değeri 379.482.944 TL'dir.

5.2. Benzer Şirket Yaklaşımı

5.2.1. Piyasa Çarpanları Analizi'ne Göre Olası Değer Hesaplanması (Benzer Şirketlere Göre Değerleme)

Piyasa çarpanları analizi, hisse senetleri piyasasının etkin işlediği varsayılarak, halka açık olmayan şirketlerin işlem gören şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır.

Piyasa çarpanları analizi; değer tespiti yapılacak şirketin, benzer nitelikteki veya ölçüt olabilecek yurt içinde veya yurt dışında işlem gören şirketlerin ve/veya şirketler grubunun ciro, faiz, amortisman ve vergi öncesi kar ("FAVÖK" veya "EBITDA"), özsermaye (defter değeri) gibi verilerinin piyasa değerleri ile karşılaştırılması suretiyle yapılmaktadır.

Piyasa çarpanları analizi yönteminde öncelikle değerlendirilecek şirket ile benzer nitelikteki yurt içi veya yurt dışı şirket(ler)in piyasa ve firma değerleri tespit edilir. Daha sonra piyasa ve firma değerleri ile mali verileri karşılaştırılarak analizde kullanılacak oranlar hesaplanır. Bu oranlar Firma Değeri/FAVÖK, Piyasa Değeri/Net Kar, Firma Değeri/Ciro, Piyasa Değeri/Defter Değeri olarak özetlenebilir.

Bir şirketin piyasa değeri, o şirketin hisse senetlerinin Borsa'da oluşan fiyatı ve toplam hisse senedi sayısının çarpılması ile hesaplanmaktadır. Bu değer şirketlerin piyasa tarafından belirlenen değerini göstermektedir. Piyasa değeri, şirketlerin borsadaki senetlerin alım-satım işlemleri sırasında biçilen değere göre değişmektedir. Ancak borçluluk şirketten şirkete değişeceğinden, net borçların da dikkate alındığı firma değeri, karşılaştırma yapacak yatırımcılar açısından daha gerçekçi sonuçlar vermektedir.

Firma değeri, piyasa değeri kavramına göre şirketlerin gerçek değerinin daha rasyonel olarak hesaplanabilmesi için geliştirilmiş olan kavramlardan biridir. Firma değeri, piyasa değerinin finansal borçlar ile nakit ve nakit benzeri varlıkları da içerecek şekilde düzeltilmesi sonucunda bulunan değeri ifade etmektedir.

Göлтаş Enerji için hazırlanan piyasa çarpanları analizinde kullanılan rasyolardan biri Firma Değeri / FAVÖK rasyosudur. Firma Değeri / FAVÖK analizi için Borsa'da işlem görmekte olan; Akenerji (AKENR), Aksa Enerji (AKSEN), Ayen Enerji (AYEN), Zorlu Enerji (ZOREN) ile yurt dışı benzer şirketlerin ağırlıklandırılmış rasyoları kullanılmıştır.

5.2.2. Firma Değeri / FAVÖK Oranına Göre

FD / FAVÖK'e göre piyasa çarpanları için kullanılan benzer şirketlere ait rasyolar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri/FAVÖK Çarpanına Göre								
Şirket	Son Mali Tablo	FAVÖK (Milyon \$)	Net Borç (Milyon \$)	Piyasa Değeri (Milyon \$)	Firma Değeri (Milyon \$)	FD/FAVÖK	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK
Akenerji	2013/09	92	789	463	1.252	13,7		
Akso Enerji	2013/09	167	693	876	1.559	9,3		
Ayaz Enerji	2013/09	44	322	126	449	10,3		
Zorlu Enerji	2013/09	74	1.622	313	1.935	26,1		
BEST Şirketler		277	3.417	1.778	5.195	13,8	50%	6,9
Şirket	Ülke	FAVÖK (Milyon \$)	Net Borç (Milyon \$)	Piyasa Değeri (Milyon \$)	Firma Değeri (Milyon \$)	FD/FAVÖK	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK
CEZ	Çek Cumhuriyeti	4.436	9.173	14.761	23.924	5,4		
RWE	Almanya	11.644	19.360	23.423	42.783	3,7		
Centronerjo	Ukrayna	89	66	230	295	4,3		
Enel SPA	İtalya	20.767	74.758	43.197	117.955	5,7		
Ef	İngiltere	18.442	55.683	68.740	124.423	6,7		
Tractebel Energia	Brezilya	1.997	1.149	10.791	11.940	7,5		
Berdrola	İspanya	9.230	34.719	29.959	74.678	8,1		
Endesa	İspanya	9.008	4.536	31.582	36.118	4,0		
Verbund	Avusturya	1.579	5.942	7.713	13.255	8,4		
Yabancı Şirketler		76.772	204.986	240.396	445.382	5,8	50%	2,9
Götaş Enerji	Son Mali Tablo	FAVÖK	Net Borç	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FD/FAVÖK		Ağırlıklandırılmış FD/FAVÖK
Milyon \$	2013/06	18	40	139	179	9,8		9,8
Milyon TL	2013/06	37	80	280	360			
Şirket Değeri		379.771.441 TL						

Değerlemede şirketlerin 27.11.2013 tarihli piyasa değerleri ve rasyoları kullanılmıştır.

Borsa'da işlem gören benzer şirketler ile yabancı benzer şirketlerin ağırlıklandırılmış Firma Değeri / FAVÖK rasyosu 9,8'dir. Ağırlıklılandırılmada yabancı şirketlere %50, Borsa İstanbul'da işlem görenlere %50 ağırlık verilmiştir. USD/TRY kuru 2,014 olarak alınmıştır.

Ağırlıklılandırılmış FD / FAVÖK rasyosu ile hesaplanan olası Şirket değeri 279.771.441 TL'dir.

5.3. Özvarlık Değeri Yaklaşımına Göre Olası Değer Hesaplaması

Varlıklar ve yükümlülükler baz alınarak yapılan değerlemeler, işletmelerin aktif ve pasiflerinin, kayıtlı ve piyasa rayıç değerleri arasında oluşan farkı net düzeltmesiyle ulaşılan net defter değerini vermektedir.

Net aktif değer yaklaşımı, bir alıcının bir işletmeyi almak için ödeyeceği paranın en az o işletmenin bütün varlıklarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek miktardan yükümlülüklerin düşülmesi sonucu ulaşılan değere eşit olacağı varsayımına dayanmaktadır.

Net aktif değer yöntemi ile İNA yöntemi arasındaki fark şirketin şerhifyesidir. Net aktif değer yöntemi, firmanın işleyen değerini (faaliyette bulunmasını) hesaba katmadığından kârlı firmalar için düşük değer tespitine neden olabilmektedir.

Düzeltilmiş net aktif değer yöntemi ise, net aktif değeri yönteminden elde edilen bir yöntem olup, tarihi maliyet veya enfasyona göre düzeltilmiş değerlerle bilançoda kayıtlı varlıkların rayiç değerlere dönüştürülmesi ve düzeltilmiş yükümlülüklerin düşülerek değer tespit edilmesi işlemidir. Rayiç değerlere dönüştürülen varlıklara diğer varlıkların eklenmesi ve yükümlülüklerin çıkarılması ile düzeltilmiş net aktif değeri veya özvarlığın değeri belirlenmektedir. Yöntem, özvarlık değeri yönteminden ayıran temel nokta, varlıkların kayıtlı değerleri yerine rayiç değerlerinin kullanılma olgusudur. Düzeltilmiş net aktif değeri yönteminin güvenilir sonuçlar verebilmesi için varlıklarının veya hakların rayiç değer tespitinin bağımsız ve yetkin kuruluşlar tarafından yapılması tercih edilmelidir.

Şirket'in maddi duran varlıklarının rayiç değerini tespit eden herhangi bir ekspertiz çalışması mevcut değildir. Bu sebeple düzeltilmiş net aktif değer yöntemi yerine, Şirket bilançosunda yer alan varlıklar ve borçların kayıtlı değerlerini birebir göz önüne alan özvarlık değeri kullanılmıştır.

30 Haziran 2013 tarihli bilançosuna göre Şirket'in özvarlık değeri 108.899.852 TL'dir.

6. Sonuç

Göлтаş Enerji değerleme çalışmasında indirgenmiş nakit akışı yöntemine %70, piyasa çarpanları yaklaşımına %30 ağırlık verilerek hesaplanan şirket değeri aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Şirket'in duran varlıklarının rayiç değerini tespit eden uzman kuruluşlarca hazırlanmış ekspertiz raporu bulunmaması sebebiyle özvarlık değeri yönteminin ağırlığı sıfır kabul edilmiştir.

Sonuç	TL	Ağırlık
1. İndirgenmiş Nakit Akışı Yöntemine Göre Şirket Değeri	379.482.944	70%
2. Piyasa Çarpanları Yaklaşımına Göre Şirket Değeri	279.771.441	30%
3. Özvarlık Değeri Yaklaşımına Göre Şirket Değeri	108.899.852	0%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	349.569.493	100%

Buna göre Göлтаş Enerji için hesaplanan olası Şirket değeri 349.569.493 TL'dir. İşbu değer Göлтаş Enerji'nin %100'ü için hesaplanmış olup, yönetim kontrolünü sağlamayan orandaki pay devirlerinde bu hususun dikkate alınması tavsiye edilmektedir.

Bu raporun DenizYatırım'ın yazılı onayı olmaksızın üçüncü şahıslara gösterilmesi durumunda hiçbir sorumluluk kabul edilmez. Onay verilmesi halinde, Göлтаş Enerji yönetimi, menfaatleri doğrultusunda raporun kullanımına karar verme yetkisine sahiptir.

İşbu rapor Göлтаş Enerji yönetimine şirket değeri konusunda yardımcı olmak amacıyla hazırlanmıştır. Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak ve geleceği yansıtmak amacıyla kullanılmamalıdır.

DenizYatırım'ın yapmış olduğu bu çalışma yapısı gereği tamamen bilimsel nitelenemeyeceği gibi varılan sonuçların birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlı olduğu kaçınılmaz bir gerçektir.

Bu değerlendirme kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyeti araştırılmamıştır. Bu konuda DenizYatırım herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir.