

**BOMONTİ
ELEKTRİK MÜHENDİSLİK MÜŞAVİRLİK
İNŞAAT TURİZM VE TİCARET
ANONİM ŞİRKETİ
FİYAT TESPİT RAPORU**

20 Mayıs 2014

PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

İÇİNDEKİLER

GENEL BİLGİLER.....	2
ŞİRKET PROFİLİ	3
ORTAKLIK YAPISI.....	11
PROJEKSİYON.....	12
FINANSAL VARLIKLARI DEĞERLEME MODELİ.....	14
İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI	14
PIYASA ÇARPANLARI	18
AĞIRLIKLİ FİYATLANDIRMA	27
BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI	28

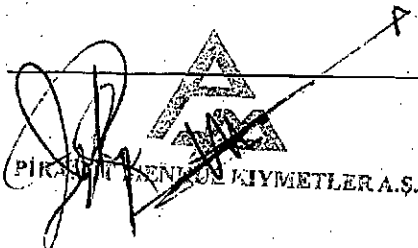
GENEL BİLGİLER

Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. ("Şirket", "Bomonti") halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde, İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Piyasa Çarpanları (Borsa ve Emsal Karşılaştırma) yöntemleri kullanılmıştır. Ağırlıklandırmada, borsa çarpanları analizine sıfır ağırlık verilmiş, INA ve Emsal karşılaştırma %50 oranında kullanılmıştır. (Borsa çarpanlarının neden kullanılmadığı ilgili kısımda izah edilmiştir.)

Şirket'in yatırımlarını, 2013 yılında yeni devreye almış olması ve sadece bir yıllık üretim faaliyetinde bulunması, üretimdeki ilk yılında bazı aksaklıklar ile karşılaşması, bu nedenle tam kapasite çalışamaması, üretim yapılan yılların kurak yıl olması vb. hususlar hakkındaki Şirket beyanları göz önüne alınarak, 2013 yılı ve 2014 yılının ilk aylarının faaliyet sonuçları üzerinden yapılacak değerlemenin Şirket'in gerçek değerini tam olarak yansıtmayacağı dikkate alınmış ve değerlendirme, Şirket'in normal dönemlerde beklenen faaliyet sonuçlarını da dikkate almıştır.

Bu çalışmada Şirket'in sağladığı bilgiler ve belgelerden faydalanılmıştır. Ayrıca Şirket'in bağlı olduğu mevzuat da dahil olmak üzere herhangi bir hukuki, mali ve vergisel inceleme ve kontrol yapılmamıştır. Kullanılan varsayımlar, diğer girdiler ve indirgeme oranlarının piyasa koşullarına göre değişmesi ya da değiştirilmesi sonuçları değiştirecektir.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Fiyatı	2,05 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Pay Adeti	3.400.000 Pay
Halka Arz Edilecek Payların Türü	İmtiyazsız B Grubu
Halka Açılma Oranı	20%
Kayıtlı Sermaye Tavanı	30.000.000 TL
Çıkarılmış Sermaye	13.600.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	17.000.000 TL
Hesaplanan Piyasa Değeri (halka arz öncesi)	30.812.132 TL
Halka arz iskontosu	8,8%
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	27.880.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	34.850.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	6.970.000 TL


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

ŞİRKET PROFİLİ

Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş. ("Şirket") 18 Eylül 2007 tarihinde İstanbul'da Limited Şirket olarak kurulmuştur. Şirket 6 Ağustos 2010 tarihli Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'nde (TTSG) ilan edildiği üzere nevi değişikliğine giderek Limited Şirketten Anonim Şirkete dönüşmüştür.

Şirket faaliyet konusu olarak elektrik enerjisi üretimi için baraj kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisini ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal eder.

Şirket, Türkiye Elektrik Kurumu dışındaki kuruluşların elektrik üretimi, dağıtımı ve ticareti ile görevlendirilmesi hakkındaki 3096 sayılı Kanunun 4.maddesi ve söz konusu Kanun maddesinin uygulanmasıyla ilgili 4 Eylül 1985 tarih ve 18858 sayılı Resmi Gazetede yayımlanan, Türkiye Elektrik Kurumu dışındaki kuruluşlara elektrik enerjisi kurma ve işletme izni verilmesi esaslarını belirleyen yönetmelik hükümleri uyarınca, Adıyaman ili sınırları içerisinde, Şifrin Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali (Şifrin-HES) için elektrik üretim lisansına sahiptir. 25.03.2010 tarih ve 2481-24 sayılı karar ile EÜ/2481-24/1609 numaralı üretim lisansı alınmıştır.

Şirket tarafından işletme süresi, lisans tarihinden itibaren 49 yıldır. Lisansın süresi 25.03.2059 tarihinde sona ermektedir. Şirket tarafından işletme süresi, Şifrin-HES inşasının bitimine ve geçici kabulün yapıldığı tarih olan 22.11.2012 tarihinden itibaren, imzalanan sözleşme şartlarına göre 47 yıldır.

Bu sürenin sonunda tarafların mutabakatı halinde ilgili yönetmelik hükümlerine göre işletme süresi uzatılabilir.

No	İzin, Belge Adı	İlgili Kamu Kuruluşu	Belge No	Belge Tarihi	Gecerlilik Tarihi
1	Üretim Lisansı	EPDK	EÜ/2481-24/1609	25.03.2010	49 Yıl
2	Geçici Kabul	ETKB	-	22.11.2012	47 yıl

Şirketin kayıtlı merkez adresi, Sıracevizler Cd. Esen Sk. No:9 K1-01 Şişli/İstanbul olup üretimi, Şifrin Reg ve HES adıyla Mutlu Köyü Mevkii Çelikhane/Adıyaman adresindeki hidroelektrik barajında gerçekleştirilmektedir. 17/02/2011 tarih 3076-28 sayılı kurul kararı ile lisans tadil talebi kabul edilmiş olan Şifrin-HES, yenilenebilir enerji kaynaklı elektrik üretimi yapmaktadır (Hidro Elektrik Santrali). Adıyaman Çelikhane – Mutlu mevkiinde yer alan Şifrin-HES, Kavan Deresi – Abdülharap suyundan beslenen 1.338 metre yüksekte kurulmuş 6.744 MW kapasitelidir. Elektrik üretimi 1.500 m2 si kapalı, 177.425 m2 si açık olmak üzere toplam 177.994 m2 alanda gerçekleştirilmektedir.

Şifrin Reg ve HES barajı 7 ana bölümden oluşmakta olup detayları aşağıda açıklanmaktadır;

1-Türbin-Generatör Grubu

3.372 MW gücünde iki adet dikey Pelton Türbin vardır.

2 adet 3,3 kV Generatör vardır.

Üretici Firma: Wasser Kraft Volk AG (Made in Germany)

Her ünite 5 nozzle vardır.


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Santral binasında kurulu olan "Uzaktan Kontrol ve Gözleme Sistemi - SCADA" (Supervisory Control and Data Acquisition - SCADA) ya ait SCADA-PC'ye bağı şekilde SCADA-LAPTOP aracılığıyla merkez ofisten de üretim takip edilebilmektedir. Ayrıca Generatör ve Türbinlerin üreticisi olan Wasser Kraft Volk AG firmasının bilgisayar sunucularına bağı olunduğı için gerektiğinde üretici firmadan uzaktan erişimle teknik destek hizmeti de alınabilmektedir.

2-Cebri Boru

1.2 metre çapında, 500 metre uzunluğunda yükleme havuzundan türbinlere su aktarımını sağlayan bir borudur.

3- Yükleme Havuzu

Toplam 20.000 m3 su tutma kapasitesine sahip havuz, 2.90 m duvar yüksekliğı olan temelde fore kazık uygulamasıyla yapılmıştır.

4- İletim Kanalı

3,3 Metre çapındaki kutu kesit 500 metrelik iletim kanalı yapısından oluşmaktadır. Yaklaşık 8.000 m3 su tutma özelliğine sahiptir.

5- İletim Tüneli

3,3 metre çapında 1,90 metre yüksekliğinde toplam 1.382 metre uzunluğunda İksa ve Beton kaplamalı tüneldir.

6- Regülatör Alanı

Toplam 5.000 m3 su biriktirme alanına sahiptir. Dokuz adet kapak sistemi ile tahliye sağlanmakta olup, kapaklar internet üzerinden otomasyonla idare edilebilmektedir ve kamera sistemi ile uzaktan izleme özelliğine sahiptir.

7-Enerji Nakil Hattı

31,5 kV OG Seviyesi

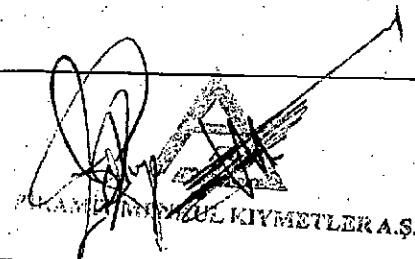
477MCM Çift Galvaniz Direkle

33 km boyunca çekilmiş hattır.

Şifrin-HES'in elektrik üretiminde kullandığı kaynaklar bölgedeki beslendiğı akarsular ve derelerdir. Yağış rejimine bağı olarak akarsuların debilerinde yaşanan artış ve azalış üretimi etkilemektedir.

Şifrin-HES'in su kaynakları; Bölge önemli akarsularla örölüdür. Fırat nehri ilin en önemli akarsuyudur. Şanlıurfa ve Diyarbakır illeri ile sınırı oluşturur. İl içindeki uzunluğu 180 km'dir. Káhta, Kalburcu ve Göksu Çayları nehrin başlıca kollarıdır. Diğer akarsular ise Sofraz Çayı, Ziyaret Çayı, Çakal Çayı, Kalburcu Çayı, Eğri Çayı, Besni Akdere Çayı, Şepker Çayı, Çat Deresi, Gürlevik Deresi ve Halya Deresi olarak sıralanabilir. Gölbaşı, İnekli, Azaplı ve Abdulharap gölleri ise ilin diğer su kaynaklarıdır.

Şirket ürettiğı elektrik enerjisini Türkiye Elektrik İletim A.Ş.' ne satmaktadır.


PIRAMIT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Planlanan Yeni Yatırımlar

1. Yatırım Konusu: Lisanssız elektrik üretimi kapsamında Şifrin-HES projesinin türbin çıkışına (kuyruk suyuna) kurulmak üzere 1MW, kapasite artışı başvurusu ile 1 MW olmak üzere toplam 2 MW ek kapasite yatırımı planlanmaktadır. 2014 yılı başında projeye başlanıp yılsonuna kadar tamamlanması hedeflenmektedir.

Yatırım Yeri : Çelikhan / Adıyaman
Planlanan Yatırım Büyüklüğü : 1.450.000. TL
Mevcut Kapasiteye Katkısı : 2 MW
Tahmini Tamamlanacağı Tarih : Aralık 2014
Tamamlanma Derecesi : Başlanmadı
Alınacak İzinler :

Kapasite artırımında izlenecek süreç;

Üretim tesisinin kurulu gücünün değiştirilmesi/artırılması için Elektrik Piyasası Lisans Yönetmeliği ilgili maddesi uyarınca lisans tadil başvurusu için Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na lisans tadil başvurusunda bulunulur. Başvurunun uygun bulunmasının tebliğ edilmesini müteakiben lisans tadil işleminin tamamlanması için;

Çevresel Etki Değerlendirme Yönetmeliği kapsamında kapasite artırımına ilişkin ilgili kararın alınması için tesisin bulunduğu ilin İl Çevre ve Şehircilik Müdürlüğü'ne başvuruda bulunulur.

Tesisin kullandığı membadan herhangi bir değişiklik planlanmaması sebebiyle Su Kullanım Hakkı Anlaşması'nın revize edilmesine gerek olmadığına ilişkin belgenin DSI 20. Bölge Müdürlüğü'nden alınması gerekmektedir. Ayrıca yönetmelik maddesinde şirket asgari sermayesinin yeni kurulu güce belirlenen sermaye tutarına artırıldığına ilişkin bilgi ve belgeler ile lisans tadil bedeli, teminat hususları da yerine getirilmesi gerekmektedir.

Lisans tadili ile birlikte bölge dağıtım lisansı sahibi tüzel kişi ile yapılan Sistem Kullanım ve Bağlantı Anlaşmaları yeni kurulu güce revize edilecektir.

Tasarlanan ilave üniteye ilişkin projeler Elektrik Tesisleri Proje Yönetmeliği uyarınca Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Enerji İşleri Genel Müdürlüğü'ne onaya sunulacaktır.

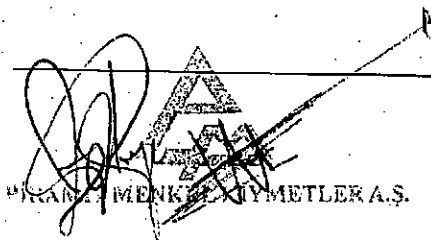
Projelerin onaylanması ve ilave ünitenin tamamlanmasıyla birlikte devreye alma çalışmaları akabinde Elektrik Tesisleri Kabul Yönetmeliği uyarınca geçici kabulünün ETKB Enerji İşleri Genel Müdürlüğü birimine başvuruda bulunulacaktır.

İlave ünitenin kurulması planlanan alan hâlihazırda Şifrin Regülatörü ve HES tesisinin kamulaştırma sınırlarında bulunduğu için arazi kullanımına ilişkin ek bir izin ihtiyacı doğmayacağı beklenmektedir.

Lisanssız üretim için izlenecek süreç;

1MW lisanssız elektrik üretimi için Elektrik Piyasası Lisanssız Elektrik Üretimi Yönetmelik ve Tebliğlerine göre başvuru İl Özel İdaresi'ne yapılacaktır. Başvuru sonrası değerlendirme İl Özel İdaresince yapıp uygun bulunması halinde Devlet Su İşlerine su rejimi açısından uygun bulunduğu dair görüş alınmak üzere iletilir. DSI'nin ilgili biriminin olumlu görüş vermesi halinde bağlantıya ilişkin ilgili Şebeke işletmecisine gönderilir. İlgili şebeke yöneticisi -dağıtım sahibi lisansı tüzel kişi- ile Dağıtım Sistemine Bağlantı ve Sistem Kullanım Anlaşmaları imzalanır. Proje onayları ve kabul işlemleri şebeke yöneticisi tarafından yürütülür.

Kuyruk suyuna eklenecek yeni 2MW'lık türbinin kapasite kullanımı, mevcut kapasite kullanımından daha yüksek olacaktır. Üst kottaki 6,74 MW kapasitenin tam kullanımı halinde de, yarı kapasiteli çalıştırılması halinde de 2 MW kuyruk suyundaki ek türbin tam kapasite çalışır olacaktır.


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

2. Yatırım Konusu: Kapasitenin etkin kullanımı amacıyla proje üst kotlarında DSİ onayları alınmak suretiyle, taşkın önleme bentleri kurulması planlanmaktadır. Bu çalışma özellikle bahar aylarında kar sularının erimesi ve dere yataklarında suların artmasıyla oluşan sel sularının, hem çevre halkına verdiği zararları önleyecek hem de taşkın sularının biriktirilerek enerjiye çevrilebilmesine imkan sağlayacaktır. İzinlerinin alımı için başvuruların 2014 yılında başlatılmasını takiben, projenin 2015 yılı içerisinde tamamlanması hedeflenmektedir.

Yatırım Yeri : Çelikhan / Adıyaman
Planlanan Yatırım Büyüklüğü : 1.750.000. TL
Mevcut Verimliliğe Katkısı : %20
Tahmini Tamamlanacağı Tarih : Temmuz 2015
Tamamlanma Derecesi : Başlanmadı
Alınacak İzinler : Başvurunun DSİ 20. Bölge Müdürlüğü'ne yapılması planlanmaktadır. Şifrin Regülatörü ve HES tesisinin regülatör alanına ilave şeklinde onaylanması halinde, DSİ ve ETKB (Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı) tarafından onaylanan projelerde tadilat yapıp yeniden onay alınması gerekebilecektir. Arazi kullanımına ilişkin orman izni alınması, irtifak hakkı tesisi ve kamulaştırma işlemlerine gerek duyulabilir.

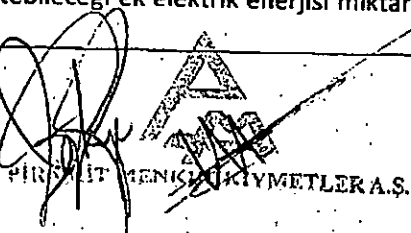
Bu planlanan yatırımların kademeli olarak iki yıllık bir sürede bitirileceği öngörülmüştür. Baraj tesisinin tamamının 18 ayda tamamlanmış olduğu dikkate alındığında, hazır bir tesis için ek kapasite yatırımlarının, planlanan 2 yıllık süreden çok daha erken gerçekleşmesi yüksek ihtimal dahilindedir.

Şirket'in yeni yatırımları sonrası üretim ve kapasite durumunun aşağıdaki şekilde olması beklenmektedir. 2. Yatırım konusu olan taşkın bentleri yapılması ve kapasite kullanımının artırılması hususunda beklenen yararın %20 seviyesine çıkması beklenmekle beraber, projede öngörülemeyen riskler ve beklenenden daha düşük oranda yarar elde edilmesi de ihtimal dahilinde olduğundan, yatırım sonrası kapasite kullanım oranı, aşağıdaki tabloda, üretimdeki %20 etki yerine %12,7 (KKO oranında artış %5,5) seviyesinde dikkate alınmıştır. (İşbu Değerleme raporunda, İNA analizinde ise söz konusu oranlar %49 yerine %46 alınmıştır)

Üretimi Artırmaya Yönelik Planlanan Yatırımlar Tablosu

Yatırım Adı	Yatırım Öncesi Kapasite (MW/Yıl)	Yatırım Öncesi Kapasite Kullanımı (%)	Kapasite Kullanımı Üzerinde Beklenen Etkisi (%)	Yatırım Sonrası Kapasite Kullanımı (%)	Yatırım Sonrası Kapasite (MW/Yıl)	Yatırımın Beklenen Tutarı (TL)
Kuyruk Suyuna Ek 2 MW kapasite	59.042,40	%40		%43,5	76.562,40	1.450.000
Taşkın Önleme Bentleri	76.562,40	%43,5	%20	%49,0	76.562,40	1.750.000
Toplam	59.042,40	%40		%49,0	76.562,40	3.200.000

Yukarıda detayları verilen planlanmış yeni yatırımların gerçekleşmesinden sonra Şirketin kurulu üretim kapasitesi 59.042,40 MW/Yıl dan 76.562,40 MW/Yıl seviyesine çıkacaktır. Bu artış lisanssız üretim ve kapasite artışı kapsamında kuyruk suyuna yapılacak olan ek 2MW'lık kapasite artışı yatırımdan kaynaklanmaktadır. Elektrik santrallerinde kapasite tanımı jeneratörler tam kapasite çalıştığında 1 saatlik zaman diliminde üretebileceği maksimum elektrik enerjisi miktarı ile ifade edilmektedir. 1 MW lık ek kapasite demek, 1 saatlik zaman diliminde tam kapasite çalışmasında üretebileceği ek elektrik enerjisi miktarı demektir. Bunu yıllık kapasiteye çevirmek için, Öncelikle bir


PIRANIT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

günlük kapasitenin bulunması için 24 saat ile çarpılır, buradan çıkan rakam ise yıla ulaşmak için 365 ile çarpılır. Sonuçta hesaplanan 76.562,40 MW/Yıl Bomonti Elektrik A.Ş.'nin Şifrin-HES barajının hiç durmadan çalışarak günde 24 saat ve yılda 365 gün üretim sonucunda ulaşabileceği maksimum elektrik üretimi seviyesini ifade etmektedir.

Yukarıda detayları verilen planlanmış yeni yatırımların gerçekleşmesinden sonra ayrıca kapasite kullanım oranının da %40 seviyesinden %49 seviyesine yükselmesi planlanmaktadır. Hidroelektrik santrallerinde üretim yağış rejimine, barajın beslediği akarsuların baraj gölü/havuzunu besleme gücüne ve baraj gölü/havuzunun büyüklüğüne bağlıdır. Bu nedenle gerçekte hidroelektrik santrallerinin yıllık bazda kapasite kullanım oranlarının %90 lar seviyesine çıkması mümkün görülmemektedir. Yıllık %60-70 aralığı kapasite kullanım oranı için mümkün olan ideal seviyelerdir. 2013 yılının %27 kapasite kullanımıyla tamamlanmış olmasının nedeni 2013 yılının ikinci yarısında son 5 yılın en kurak döneminin yaşanmış olmasıdır. 2013 yılı aylık bazda gerçekleşen Kapasite Kullanım Oranı aşağıdaki tabloda verilmektedir.

2013 Yılı Aylık Bazda Gerçekleşen Kapasite Kullanım Oranı

	AYLAR												2013 YILI
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
KKO	31%	40%	73%	86%	51%	18%	6%	3%	2%	4%	6%	6%	27%

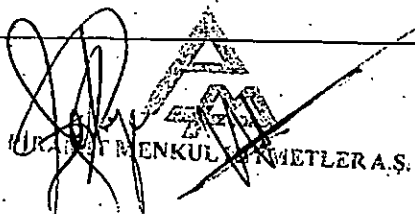
Şifrin-HES barajı Aralık 2012 tarihinde çalışmaya başlamış ve Aralık 2012 ayında sadece 19 gün deneme üretimi yapmıştır. Ocak ve Şubat 2013 aylarında ise yeni faaliyete geçen bir baraj ve jeneratörün yaşayabileceği sıkıntıları yaşamış, baraj menfezlerinin yaprak ve dal parçalarıyla tıkanması gibi sorunların çözülmesi için üretime ara verdiği dönemler olmuştur. 2013 yılı ilk çeyreğinden sonra üretimde sıkıntılar aşılmış olup yukarıdaki tablodan da görülebileceği gibi aylık %86 (Nisan 2013) KKO seviyelerine kadar yükseliş sağlanmıştır. Bu süreçte 2013 yılının ilk 6 aylık döneminde %52 KKO seviyesi gerçekleşmiştir. Ancak yılın ikinci yarısı tüm yurttaki süregelen önemli bir kuraklık sonucu nehir debilerinin düşmesi sonucunda KKO beklentilerin çok aşağısında bir gerçekleşmeyle karşılaşmıştır ve 2013 yılı toplamda %27 KKO seviyesiyle geçirilmiştir. Bu durum yağış rejimi açısından anormal bir dönem yaşanmasının sonucudur.

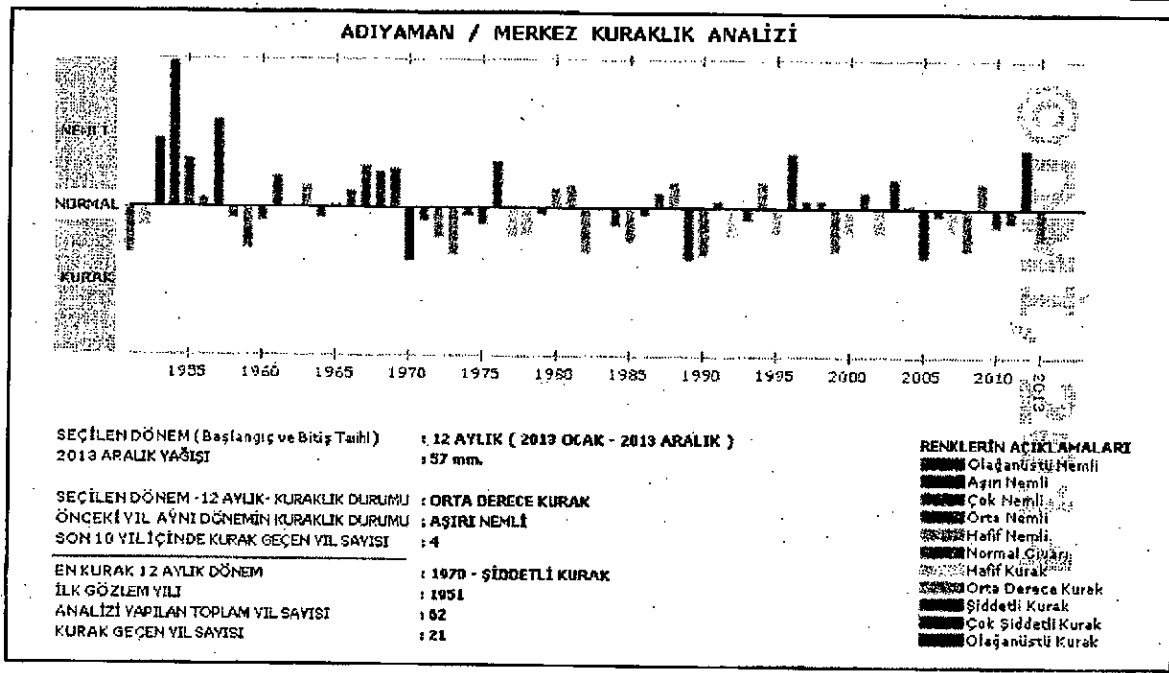
Şifrin-HES barajının bulunduğu Adıyaman ili, Türkiye genelinin üzerinde yağış alma ortalamasına sahiptir. 1970-2010 arasını kapsayan 40 yıllık dönem için Devlet Meteoroloji İşletmeleri'nin resmi web sitesinden alınan tablo aşağıdadır.

Ortalama Yağış 1970- 2010 Normali (mm)													
Bölge	Oca	Sub	Mar	Nis	May	Haz	Tem	Ağu	Eyl	Eki	Kas	Ara	Yıl Top.
Türkiye	77,6	71,2	64,4	60,0	48,3	32,6	18,9	18,2	27,6	59,7	75,3	88,8	642,8
Adıyaman	121,3	103,7	90,9	69,1	35,0	8,5	1,0	0,7	4,7	42,5	74,0	128,9	680,3

<http://www.dmi.gov.tr/veridegerlendirme/yillik-toplam-yagis-verileri.aspx#sfu>

Benzer bir sonuç aşağıdaki kuraklık analizi grafiğinden de görülebilmektedir. Aşağıdaki grafikte ayrıca 2013 yılı verilerinden yaşanan kuraklığın son 5 yıl içinde yaşanan en kurak yıl olduğu görülmektedir.


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.



<http://212.175.180.197/bitkidon/kuraklikizleme.aspx> (Devlet Meteoroloji İşletmeleri Resmi web sitesi)

2013 yılının son çeyreğine ait su havzaları alınan yağış miktarı tablosu aşağıda verilmektedir. Aşağı Fırat havzasında bulunan Şifrin-HES barajının 2013 yılının son çeyreğinde mevsim normalerinden %45,7 geçen seneden ise %58 oranında düşük yağış alınmış olduğu aşağıdaki tablodan da görülebilmektedir.

Su / Tarih Yılı (1 Ekim 2013 - 31 Aralık 2013) Su Havzaları Yağışları					
Havza Adı	Yağış (mm)	Normal (mm)	Geçen Yıl (mm)	Normale Göre (%)	Geçen Yıla Göre (%)
1. MERİÇ HAVZASI	155,80	239,50	338,30	-35,0	-53,9
2. MARMARA HAVZASI	183,50	278,30	331,20	-34,1	-44,6
3. SUSURLUK HAVZASI	257,80	256,70	290,50	0,4	-11,3
4. KUZEY EGE HAVZASI	249,50	258,80	394,70	-3,6	-36,8
5. GEDİZ HAVZASI	170,70	215,40	199,90	-20,8	-14,6
6. KÜÇÜK MENDERES HAVZASI	217,30	259,20	244,40	-16,2	-11,1
7. BÜYÜK MENDERES HAVZASI	162,30	215,00	250,70	-24,5	-35,2
8. BATI AKDENİZ HAVZASI	349,80	366,30	461,10	-4,5	-24,1
9. ANTALYA HAVZASI	218,40	303,70	321,10	-28,1	-32,0
10. BURDUR HAVZASI	124,90	147,60	146,00	-15,4	-14,5
11. AKARÇAY HAVZASI	125,80	149,60	222,40	-16,0	-43,4
12. SAKARYA HAVZASI	94,80	148,50	147,80	-36,2	-35,9
13. BATI KARADENİZ HAVZASI	297,40	311,40	267,90	-4,5	11,0
14. YEŞİLIRMAK HAVZASI	80,80	153,90	212,80	-47,5	-62,1
15. KIZILIRMAK HAVZASI	60,30	133,20	158,10	-54,7	-61,9
16. KONYA KAPALI HAVZASI	66,00	132,50	158,50	-50,1	-58,3
17. DOĞU AKDENİZ HAVZASI	91,90	285,20	447,20	-67,8	-79,4

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

18.	SEYHAN HAVZASI	77,90	237,80	365,20	-67,2	-78,7
19.	ASI HAVZASI	112,10	318,50	499,20	-64,8	-77,5
20.	CEYHAN HAVZASI	100,00	242,70	372,70	-58,8	-73,2
21.	FIRAT-DICLE HAVZASI	103,30	190,20	245,90	-45,7	-58,0
22.	DOĞU KARADENİZ HAVZASI	423,80	489,50	423,60	-13,4	0,1
23.	ÇORUH HAVZASI	173,20	136,80	139,90	26,6	23,8
24.	ARAS HAVZASI	72,10	96,40	112,30	-25,3	-35,8
25.	VAN HAVZASI	102,40	169,90	130,20	-39,7	-21,4

<http://www.dmi.gov.tr/veridegerlendirme/havzalara-gore-yagis.aspx?y=k>

Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu (EPDK) tarafına gelen HES lisans başvurularını yerinde inceleme ve nehir debilerinin verimlilik analizlerini yaparak lisanslandırmaktadır.

Fiyat tespit çalışmasında, 2014 yılında kuraklık durumunun devam etmesi nedeniyle 2014 yılı geneli için de %24 KKO kullanılmıştır. Yağış rejiminin bu ortalamanın üzerinde veya altında gerçekleşmesi, elektrik üretim miktarını, satışı ve dolayısıyla fiyat tahminlerini yukarı veya aşağı yönde etkileyebilir. Yağış rejiminin geleceğe yönelik resmi ve güvenilir kaynaklara dayanan uzun süreli tahminine ilişkin veri seti bulunmadığından çalışmada kullanılamamıştır.

Elektrik Enerjisi Satış süreci:

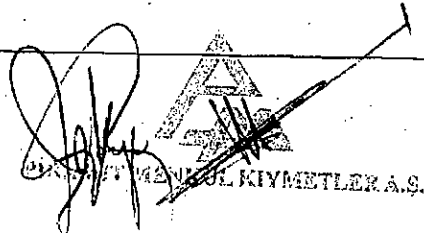
Elektrik satışı elektronik ortamda Piyasa Mali Uzlaştırma Merkezi (PMUM) yönetimindeki internet sitesi (<https://dgpys.pmum.gov.tr/dgpys/>) üzerinden arz ve talebin buluşmasıyla saatlik olarak gerçekleşmektedir. Bu piyasa BİST bünyesindeki ELİT sistemine çok benzer bir yapıda çalışmaktadır. Elektrik fiyatları gün içinde kullanım yoğunluğuna bağlı olarak sürekli dalgalanmakta, gece yarısı düşük seyrederken gündüz saatlerinde ve akşam saatlerinde yüksek seyretmektedir.

Elektrik Piyasası Günlük rapor (08.01.2014)

MWh/TL	PTF (Piyasa Takas Fiyatı)	
	PTF Aritmetik Ort.	PTF Ağırlıklı Ort.
Tüm Gün (0-23)	168,12	170,72
Gece (22-5)	139,26	139,88
Gündüz (6-16)	180,12	181,44
Puant (17-21)	187,92	188,34

Kaynak: <https://rapor.pmum.gov.tr/analytics/saw.dll?PortalPages>

Yukarıdaki tablo örnek olarak ilgili siteden alınmıştır. Tüm gün ortalamasında 08 Ocak günü elektrik fiyatı MW/saat için 168,12 TL olarak gerçekleşmiştir. Bu fiyat gece saat 22:00 ile sabah 05:00 saatleri arasında 139,26 TL seviyesine düşerken, Puant denilen en pahalı saatler olan 17:00-21:00 arasında ise 187,92 TL seviyesine çıkmıştır. Bu birim elektrik fiyatının gelecek yıllara ilişkin artışının ise enflasyon oranında olacağı öngörülmüştür. Şirket kurmuş olduğu uzaktan kontrol sistemi sayesinde elektrik fiyatlarının yüksek olduğu saatlerde satış yaparak, fiyatların düşük olduğu saatlerde satışı durdurmakta ve bu esnekliğini kullanarak, mevcut kapasitesini, günlük bazda gün ortalama fiyatının üzerinde bir fiyattan satmaktadır.


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Bomonti 2013 Yılı İçin Gerçekleşmiş Satış ve Piyasa Birim Fiyat Detayları

AYLAR	ÜRETİM MİKTARI (MW)	BOMONTI'DEN TEİİS KESİLEN FATURA (KDV HARIC) TL	BOMONTI'N ORT. GÜN ÖNCESİ PTF MW FİYATI (TL)	PIYASATAKAS FİYATI MW (TL)
OCAK	1.521,86	276.705,09	181,82	163,02
ŞUBAT	1.817,82	276.330,87	152,01	140,07
MART	3.683,98	511.780,99	138,92	133,49
NİSAN	4.159,43	613.312,43	147,45	147,19
MAYIS	2.560,09	377.552,85	147,48	141,62
HAZİRAN	876,28	152.133,47	173,61	152,11
TEMMUZ	308,92	64.623,12	209,19	162,82
AĞUSTOS	153,09	30.382,05	198,46	162,07
EYLÜL	104,04	20.656,70	198,55	160,77
EKİM	213,00	37.498,75	176,05	147,06
KASIM	281,94	51.108,54	181,27	152,23
ARALIK	286,23	64.981,69	227,74	197,65
TOPLAM	15.966,68	2.477.066,55	177,71	155,01
Ağırlıklı Ort. Fiyat:			155,14	145,63

Kaynak: Şirketin iç kaynaklarından derlenen satış verileri

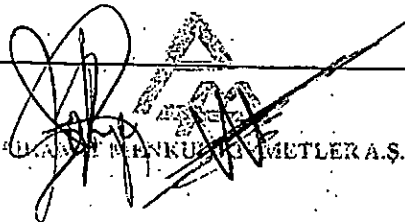
2013 yıl sonu itibarıyla elektrik piyasası gün ortalaması fiyatı 155,01 TL seviyesindeyken, Bomonti'nin gerçekleşen satışlarının yıllık basit ortalaması 177,71 TL olarak gerçekleşmiştir. Ağırlıklı ortalama fiyatlar üzerinden bakıldığında ise Bomonti'nin satışlarının 155,14 TL yıllık ağırlıklı ortalama fiyat üzerinden gerçekleştiği buna karşılık piyasada gerçekleşmiş olan yıllık ağırlıklı ortalama fiyatın 145,63 TL seviyesinde kaldığı görülmektedir. Gelecek yıllara ait elektrik fiyatları tahmininde, 2013 yılı geneli için gerçekleşen birim satış fiyatı olan 155,14 TL ağırlıklı ortalama fiyatının enflasyon oranı kadar artışı dikkate alınmıştır.

2014 Ocak-Nisan dönemi üretim ve satış rakamları aşağıdaki gibidir.

AYLAR	YIL	ÜRETİM MİKTARI (MW)	BOMONTI'DEN TEİİS KESİLEN FATURA (KDV HARIC) TL	ORTALAMA GÜN ÖNCESİ PTF MW FİYATI (TL)	PIYASATAKAS FİYATI MW (TL)	TOPLAM KAPASİTE MİKTARI (MW)	KAPASİTE ORANI (%)
OCAK	2014	495,11	88.332,28	178,41	166,13	4.852,80	10%
ŞUBAT	2014	794,09	150.114,10	189,04	174,42	4.529,28	18%
MART	2014	1.945,71	298.299,36	153,31	140,20	5.014,56	39%
NİSAN	2014	1.440,05	267.223,11	185,57	161,52	4.852,80	30%
TOPLAM		4.674,96	803.968,85	171,97	155,33	19.249,44	24%

Kaynak: Şirketin iç kaynaklarından derlenen satış verileri

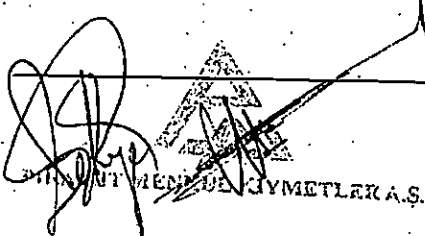
[Şirket ve sektöre ilişkin ayrıntılı bilgi ihraççı bilgi dokümanının 6. bölümünde yer almaktadır.]


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

ORTAKLIK YAPISI

Şirket'in %99,44 oranındaki payı Bayram KINAY'a aittir.

Grubu	Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi (TL)	(%)	Halka Arz Sonrası (TL)	(%)
A	Bayram Kınay	1.352.400	9,944	1.352.400	7,955
A	Emine Kınay Çetin	2.500	0,018	2.500	0,015
A	Aysun Kınay Öngüç	2.500	0,018	2.500	0,015
A	Tülay Er	2.500	0,018	2.500	0,015
A	Fatma Taşkan	100	0,001	100	0,001
B	Bayram Kınay	12.171.600	89,497	12.171.600	71,598
B	Emine Kınay Çetin	22.500	0,165	22.500	0,132
B	Aysun Kınay Öngüç	22.500	0,165	22.500	0,132
B	Tülay Er	22.500	0,165	22.500	0,132
B	Fatma Taşkan	900	0,007	900	0,005
	Halka Açık			3.400.000	20,0
TOPLAM		13.600.000	100	17.000.000	100



PROJEKSİYON

Şirket tarafından sağlanan 2014-2018 projeksiyonu aşağıda verilmiştir.

Önemli Varsayımsal Değerler	2014t	2015t	2016t	2017t	2018t	
Enflasyon	8,50%	6,00%	5,50%	5,00%	5,00%	
Toplam Kapasite artışı (Oransal)	1	1,1	1,15	1	1	
Satış Tahminleri(TL)	2014t	2015t	2016t	2017t	2018t	
Kapasite (MW/Saat)	6,74	8,74	8,74	8,74	8,74	
Kap./Verimlilik Artırıcı Yeni Yatırım	2,74 MW	20,00%		-	-	
Kap./Verimlilik Artırıcı Yeni Yatırım- net etki	2,74 MW	15%				
Yıllık Kapasite(MW)	59.042,40	76.562,40	76.562,40	76.562,40	76.562,40	
Kapasite Kullanım Oranı (%)	24,00%	40,00%	46,00%	46,00%	46,00%	
Üretim Miktarı (kW)	14.170.176	30.624.960	35.218.704	35.218.704	35.218.704	
Satış Fiyatı (per kW/TL)	0,16833	0,17843	0,18824	0,19766	0,20754	
Gelir Tablosu	2013	2014t	2015t	2016t	2017t	2018t
Satış Gelirleri (TL)	2.512.388	2.385.266	5.464.405	6.629.690	6.961.174	7.309.233
Maliyetler	2.386.239	1.621.014	2.053.350	2.254.533	2.310.941	2.359.669
Esas Faaliyet karı	126.149	764.251	3.411.055	4.375.157	4.650.233	4.949.564
Esas Faaliyet karı dönemsel değişim	-	506%	346%	28%	6%	6%
Esas faaliyet kar marjı	5%	32%	62%	66%	67%	68%
Amortisman	1.179.886	1.191.667	1.288.333	1.326.377	1.336.377	1.336.377
FAVÖK	1.306.035	1.955.918	4.699.389	5.701.533	5.986.610	6.285.941
FAVÖK marjı	52,0%	82,0%	86,0%	86,0%	86,0%	86,0%
Finansman Giderleri	5.097.428	2.115.375	2.131.781	1.526.876	1.160.530	998.016
Vergi öncesi kar	-4.971.279	-1.351.123	1.279.274	2.848.281	3.489.703	3.951.547
Vergi	78.412	-	255.855	569.656	697.941	790.309
Dönem karı	-5.049.691	-1.351.123	1.023.419	2.278.625	2.791.762	3.161.238
Dönem karı dönemsel değişim				122,6%	22,5%	13,2%
T: Tahmini						

T: Tahmini

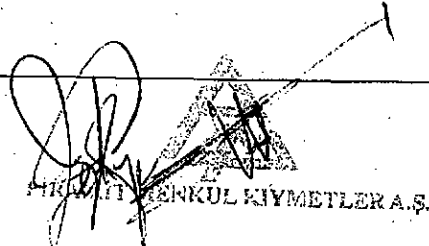
Projeksiyon varsayımları

- Şirket'in normal dönemde Kapasite kullanım oranı beklentisi %35 ve üzeridir. Değerleme'de 2014 yılı kuraklık etkisiyle %24, 2015 yılında %40 (%36,5+%3,5) , sonraki yıllar için yeni yatırımlar sonrası kapasite kullanım oranı %46 seviyesinde öngörülmüştür.
- Kuyruk suyuna eklenecek yeni 2MW'lık türbinin kapasite kullanımı, mevcut kapasite kullanımından daha yüksek olacaktır. Üst kottaki 6,74 MW kapasitenin tam kullanımı halinde de, yarı kapasiteli çalıştırılması halinde de 2 MW kuyruk suyundaki ek türbin tam kapasite çalışır olacaktır. Bu nedenle genel KKO oranına %3,5 ilave edilmiştir.
- Elektrik fiyatlarının enflasyon oranında artacağı varsayılmıştır. Şirket'in 2014 ilk 4 aylık verilerine göre kWh fiyatı 0,17197 TL olarak gerçekleşmesine karşın tüm yıl için 0,16833 TL kullanılmıştır. 2014 ve sonraki yıllar içinde, 2013'ten itibaren enflasyon kadar artış öngörüsü ile hesaplanan birim fiyatlar kullanılmıştır.

- Şirket'in verimlilik artışı sağlayabileceği, taşkın bentleri ile su tutma kapasitesini artıracak ve %20 verim artıracak yeni projesinin içerdiği riskler ve fiili uygulamada hedeflenenden sapmaların muhtemel olabileceği dikkate alınarak %15 oranında projeksiyona yansıtılmıştır. Şirket'in yeni yatırımlardan beklentisi ise kapasite artırıcı yatırımların etkisinin %20'ye kadar çıkabileceği ve ileriki yıllarda KKO oranının ortalama olarak %49 seviyesine kadara çıkabileceği ve aşabileceği yönündedir. Değerlemede ise bu durum %49 seviyesi olarak değil %46 olarak dikkate alınmıştır.
- Şirket'in faaliyet giderlerinde genel yönetim giderleri, dengesizlik bedeli ve elektrik iletim bedeli maliyetleri dikkate alınarak satış gelirlerinin 2014 için %18, sonraki yıllar için %14 amortisman hariç işletme maliyeti öngörülmüştür.
- Elektrik Piyasası Kanunu uyarınca üretici firmaların ürettikleri elektriği, Türkiye Elektrik İletim A.Ş. hatlarına ulaştırmak için kurdukları yüksek gerilim hattı bedellerinin bir yıl içerisinde geri ödenmesi veya on yıl içerisinde faiziyle birlikte geri ödenmesi karara bağlanmıştır. Bu bağlamda Şirketin yaptırdığı ve bedelini nakden ödemiş olduğu 33 Km'lik hattın bedeli olan 4.748.396 TL tutarın, Akedaş'tan ticari olmayan alacak kapsamında olması nedeniyle Şirket'in nakit durumunda dikkate alınmıştır.
- Şirketin önümüzdeki yıllarda, 2016 sonrası, her yıl için ilave 100.000 TL kapasite koruyucu yatırım yapacağı ve kapasite koruyucu yatırımların 10 yıl üzerinden amortismanına tabi olacağı varsayılmıştır.
- Şirket'in üretime geçmiş olması ve üretim maliyetlerinin düşük olması nedeniyle önümüzdeki yıllarda işletme sermayesine fazla gereksinim göstermeyeceği varsayılmıştır. Şirket'in üretim ve faaliyet yapısında, hammadde tedariki, vadeli satışlar, stoklar, tahsilat riski vb durumların olmaması nedeniyle Şirket'in ihtiyaç duyacağı işletme sermayesi tutarı oldukça düşüktür. 2014 için işletme sermayesi için satışların %10'unu, 2015 için %4'ü, sonraki yıllar için satışların %1,3'ü kadar ilave işletme sermayesi ayrılmıştır.

Yukarıdaki varsayımlar ve projeksiyonlar sonucu şirketin nakit akım projeksiyonu aşağıdaki gibidir.

Nakit Akımı Projeksiyonu	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	T
Faaliyet Karı	764.251	3.411.055	4.375.157	4.650.233	4.949.564	
Vergiler	152.850	682.211	875.031	930.047	989.913	
Amortisman	1.191.667	1.288.333	1.326.377	1.336.377	1.336.377	
Çalışma Sermayesi Değişimi	238.527	218.576	198.891	90.495	95.020	
Sermaye Harcamaları	1.450.000	1.750.000	100.000	100.000	100.000	
Serbest Nakit Akımları	114.541	2.048.601	4.527.611	4.866.068	5.101.008	61.690.275
FAVÖK	1.955.918	4.699.389	5.701.533	5.986.610	6.285.941	



İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

2014-2018 yılları arasındaki serbest nakit akımları TL bazında şirket tarafından verilen projeksiyon verilerine göre hesaplanarak, firma için nihai pay değeri hesaplanmıştır. Değerleme çalışmasında 31/12/2013 tarihli finansal tablolar kullanılmıştır.

Şirket Nakit Akımları 01/05/2014 tarihi itibarıyla indirgenmiştir.

Finansal Varlıkları Değerleme Modeli

Bir hisse senedinin beklenen getirisi söz konusu finansal varlığın riski ile doğrudan ilgilidir. Başka bir ifade ile; Yatırımcılar; riskli bir varlığı; getirinin riski dengelemesi koşuluyla elde bulunduracaklardır. Riskin en uygun ölçütü ise; Pazarın kovaryansının; hisse senedinin varyansına oranı olarak ifade edilen β (Beta) dır.

Daha açık bir ifade ile; β pazardaki değişkenliğin hisse fiyatındaki değişkenliğe oranıdır.

Bunun sonucu olarak; bir hisse senedinin beklenen getirisi; söz konusu hisse senedinin β 'sı ile doğrudan ilgilidir.

Bu durumda;

- Eğer $\beta = 0$ ise; beklenen getiri risksiz faiz oranına eşittir.
- Eğer $\beta > 1$ ise; beklenen getiri daha çok riskli
- Eğer $\beta < 1$ ise; beklenen getiri daha az riskli olacaktır.

Riskli bir yatırımın beklenen getirisi;

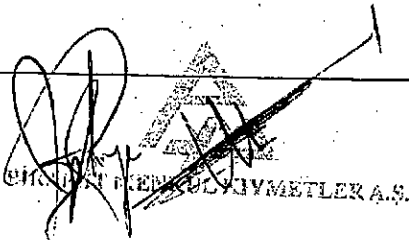
- 1) Risksiz Faiz Oranı R_F
- 2) Pazarın Risk Primi $E(R_M) - R_F$ ve
- 3) Hisse Senedinin Riski β_E 'ya bağlıdır.

Bu faktörlere bağlı olarak; Hisse Senedinin beklenen getirisi; daha doğru bir ifade ile Öz Kaynak Maliyeti (R_E) aşağıdaki gibi formüle edilebilir.

$$R_E = R_F + \beta_E * (R_M - R_F)$$

Borç maliyeti; kreditorlerin yeni verecekleri borçlar için firmadan bekledikleri getiri oranıdır. Daha açık bir anlatımla; borç maliyeti; yeni borçlar için ödenecek faizlerdir ve bu oran da finansal piyasalarda oluşan faiz hadleridir. Eğer bir firma; hali hazırda tahvil ihraç etmişse; söz konusu tahvillerin vadeye kadar getirisi; pazarın firmanın tahvilleri için istediği faiz oranına eşit olacaktır.

Vergi Etkisi (vergi kalkını): Firmanın vergi dilimi borç maliyetini vergi oranı kadar azaltacaktır. Ödenecek faizlerin % 20'si, kurumlar vergisinden mahsup edilmektedir.


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Ağırlıklı Sermaye maliyeti

$$AOSM = [(E / V) * R_E] + [(D/V) * R_D * (1 - T_c)]$$

AOSM : İskonto oranı

Re : Özsermaye maliyeti Rd : borçlanma maliyeti

T : Vergi oranı

E/V : Özsermayenin toplam kaynaklara oranı

D/V : borçların toplam kaynaklara oranı

İndirgeme oranı hesaplanırken şu veriler kullanılmıştır:

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Risksiz getiri oranı = %10,1¹

Borçlanma Maliyeti = %11,1²

Borç / Varlık = %61,96³

$\beta = 1^4$

Pazar Risk Primi : 5⁵

Terminal Büyüme Oranı = 2,75⁶

AOSM Hesaplama	
Risksiz Getiri Oranı	10,10%
Özsermaye Risk Primi	5,00%
Beta	1
Özsermaye Maliyeti	15,10%
Borç Maliyeti	11,10%
Kurumlar Vergisi %	20,00%
Borç / Varlık Ağırlığı	61,96%
Özsermaye / Varlık Ağırlığı	38,04%
AOSM	11,25%

¹ 10 yıl vadeli (20 Mart 2014) Türk tahvil faizinin son 4 aylık ortalaması dikkate alınmıştır

² Şirketin borçlanma faizi %11,1 alınmıştır. Şirket'in borçları, uzun vadeli ve USD ve Euro ağırlıklı olup değişken faizli %3,5-4 seviyesindedir. Yabancı para cinsinden borçlanmanın kur riski içermesi nedeniyle borçların TL faizi karşılığı %11,1 alınmıştır.

³ Şirketin 31 Aralık 2013 itibarıyla (finansal borç/finansal borç+özsermaye) oranı %61,96'dır.

⁴ Şirketin ilk halka arzı nedeniyle Betası(β) 1 alınmıştır.

⁵ Yurtiçi Piyasa şartlarında risk primi için baz alınan oran %6-%6,5 aralığındadır. Risk primi, şirketin üretim yapısı ve enerji piyasasındaki talepte, istikrarlı artış nedeniyle %5 olarak alınmıştır.

⁶ Terminal büyüme oranı, elektrik fiyatlarının uzun dönemde enflasyon oranına paralel olarak %,2,5-%3,5 oranında artacağı dikkate alınarak, %2,75 olarak alınmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemine Göre Şirket Piyasa Değeri

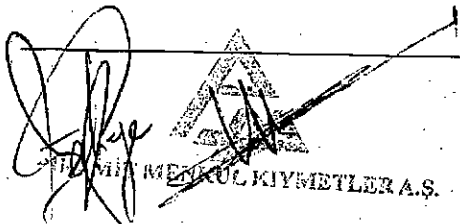
Yukarıdaki projeksiyona göre Şirket'in nakit akım tablosu ve nakit akımlarının bugüne indirilmiş tablosu şu şekildedir:

Nakit Akımı Projeksiyonu	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	T
Faaliyet Karı	764.251	3.411.055	4.375.157	4.650.233	4.949.564	
Vergiler	152.850	682.211	875.031	930.047	989.913	
Amortisman	1.191.667	1.288.333	1.326.377	1.336.377	1.336.377	
Çalışma Sermayesi Değişimi	238.527	218.576	198.891	90.495	95.020	
Sermaye Harcamaları	1.450.000	1.750.000	100.000	100.000	100.000	
Serbest Nakit Akımları	114.541	2.048.601	4.527.611	4.866.068	5.101.008	61.690.275
FAVÖK	1.955.918	4.699.389	5.701.533	5.986.610	6.285.941	

İndirgenmiş Nakit Akımları	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	T
İndirgeme Faktörü	0,9303	0,8362	0,7517	0,6757	0,6074	0,6074
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değeri	106.552,40	1.713.067,69	3.403.308,24	3.287.951,63	3.098.263,22	37.469.598,25

Projeksiyon Yıl Sayısı	5
Son Terminal Değer İskontosu	11,25%
Sürekli Büyüme Oranı	2,75%
Terminal Değeri	61.690.275,43
Terminal Değerinin Net Bugünkü Değeri	37.469.598,25
Nakit Akımlarının Net Bugünkü Değer Toplamı	11.609.143,17
ŞİRKET DEĞERİ	49.078.741,42
Terminal Değere Oranı %	76,3
Akedaş'tan alacak	+4.748.396
Net nakit	-22.908.561
Özsermaye Değeri	30.918.576,42

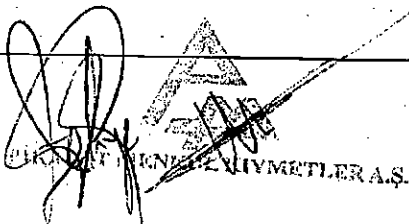
İndirgenmiş nakit akımı analizine göre, %11,25 iskonto oranı ile Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş'nin şirket özsermaye değeri **30.918.576,42 TL** olarak hesaplanmıştır.


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Duyarlılık Analizi

Değişen terminal büyüme, iskonto oranlarına ve kapasite Kullanım oranına (Projeksiyonda öngörülenden %10 daha düşük kapasite kullanımı, projeksiyonda öngörüldüğü gibi ve daha yağışlı dönem olarak projeksiyonda öngörülenden %10 daha yüksek kapasite kullanım oranlarına) göre firma duyarlılık analizi değerleri aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Özsermaye Değeri (mn TL)- Duyarlılık Analizi													
AOSM		10,25%			11,25%			12,00%			13%		
Kapasite Kullanım Oranındaki Değişim		KKO %10 düşük	Projeksi yondaki gibi	KKO %10 yüksek	KKO %10 düşük	Projeksi yondaki gibi	KKO %10 yüksek	KKO %10 düşük	Projeksi yondaki gibi	KKO %10 yüksek	KKO %10 düşük	Projeksi yondaki gibi	KKO %10 yüksek
Devam Eden Büyüme Oran	2,00%	28,5	33,8	39,0	22,9	27,6	32,3	19,5	23,8	28,1	15,7	19,6	23,4
	2,75%	32,4	38,1	43,8	25,9	30,9	35,9	22,0	26,5	31,1	17,6	21,7	25,8
	3,50%	37,2	43,4	49,6	29,5	34,8	40,2	24,9	29,7	34,6	19,9	24,2	28,6


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

PIYASA ÇARPANLARI

Şirket'in 2013 yılında yeni yatırım dolayısıyla üretimde çıkan aksamalar ve kuraklık dolayısıyla tam kapasite çalışamamasından ve 2013 yılında döviz kurlarındaki artış nedeniyle kur zararı (net kur farkı gelir/gider -4.510.366 TL) dolayı, 2014 yılında da kurak dönemin devam etmesi nedeniyle Şirket'in 2013 gerçekleşen ve 2014 tahmini finansal sonuçları üzerinden yapılacak değerlendirme, Şirket'in potansiyel değerinin oldukça altında değerlemeye işaret edecektir. Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem gören Benzer şirket çarpanlarının değerlemede kullanılamamış olmasının detay bilgileri aşağıda verilmiştir.

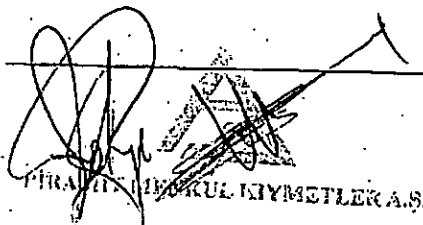
GELİR TABLOSU	2014T	31.Ara.13	31.Ara.12	31.Ara.11
Satışlar	2.385.266	2.512.388	154.065	0
Özsermaye*	12.741.080	14.092.203	12.572.377	12.647.293
Amortismanı	1.191.667	1.179.886	178.091	3.477
E.Faaliyet karı	764.251	126.149		
Net kar	-1.351.123	-5.049.691	-1.351.123	
FAVÖK	1.955.918	1.306.035		

*Şirket'in halka arz geliri dahil edilmeden ve 2014 yılı boyunca kapasite kullanımının %24 seviyesinde kalacağı ve finansman giderlerinin faiz+kur giderlerinin 2.115.375 TL olacağı varsayımıyla

- Bomonti'nin yıl sonu finansal sonuçları dikkate alındığından, Benzer şirketler için seçilen veriler de, şirketlerin 2013 yılı bilançoları baz alınarak ve ilgili tarihlerdeki hisse fiyatları üzerinden hesaplanmıştır.

05.05.2014 Tarihli Borsa İstanbul A.Ş. fiyatları ile Benzer Şirketler

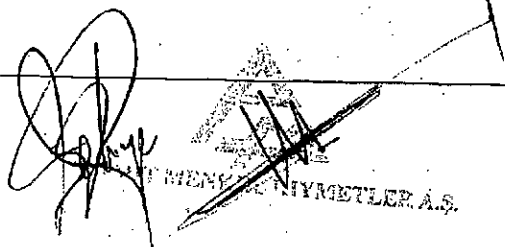
ŞİRKET	Finansal Rasyolar			
	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
AKENR	-	1,2	3,6	16,7
AKSEN	-	1,8	1,9	10,7
AKSUE	-	1,7	23,9	38
AYEN	-	1	2,3	11,3
ODAS	1,2	0,9	0,5	6,2
ZOREN	-	0,7	6,5	36,9
Ortalama		1,2	6,5	20,0
Medyan		1,1	3,0	14,0


 PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

A-Benzer şirket çarpanlarına göre yapılacak fiyatlamada tablo aşağıdaki şekilde oluşmaktadır.

	Bomonti	F/K	PD/DD	FD/NS	FD/FAVÖK
	Çarpan	-	1,2	6,5	20,0
2013 değerleri ile	Finansal Kalemler-2013	-	14.092.203	2.512.388	1.306.035
	Değer		17.145.514	16.204.903	26.077.166
	Net nakit (Akedas dahil)			-18.160.165	-18.160.165
	Piyasa Değeri		17.145.514	-1.955.262	7.917.001
2014 tahmini değerleri ile	Finansal Kalemler-2014T	-	12.741.080	2.385.266	1.955.918
	Değer		15.501.647	15.384.966	39.053.163
	Net nakit (Akedas dahil)			-18.160.165	-18.160.165
	Piyasa Değeri		15.501.647	-2.775.199	20.892.998

- Bomonti'nin 2013 ve 2014 yılsonu net kar tahmini (finansman giderleri nedeniyle) negatif gerçekleşmesi nedeniyle F/K oranını kullanmak anlamsızdır.
- Bomonti'nin yeni üretime geçmiş Şirket olması ve özkaynak biriktirememiş olması ve özkaynaklarının kur riski nedeniyle üretime geçtiği ilk yılında azalmış olması ve satış gelirleri ile bu kaybı telafi edecek olması için yeterince zaman geçmiş olmaması dikkate alınarak PD/DD değeri şirket için potansiyel değerinin oldukça altında bir değere işaret edecektir.
- FD/NS oranı Şirket için negatif çıkmaktadır. Özellikle üretime geçilen yılın ve devamında yaşanan kuraklık nedeniyle Şirket'in satışları beklenenin altında gerçekleşmiş ve bu çarpanla yapılacak değerlendirme sonuç itibarıyla da (negatif çıkması nedeniyle) anlamsız olacaktır.
- FD/FAVÖK çarpanı ile yapılacak değerlendirme de, Şirket'in 2013 ve 2014 de yaşanan kurak yıl baz alınarak Şirket'in tamamı için değer ölçmek için kullanılması Şirket değerinin oldukça altında bir değere işaret edecektir. Ayrıca FD/FAVÖK oranı için 20 çarpan makul bir çarpan seviyesi de değildir. FD/FAVÖK için 14 çarpan kullanılması halinde ise FD/FAVÖK çarpanı Şirket için negatif değere işaret edecek ve anlamsız çıkacaktır.
- Piyasa çarpanları için 2014 yılı tahmini verileri de, 2014 yılının kurak yıl olması nedeniyle 2013 yılı sonuçlarından daha düşük değerlemeye işaret edecektir. Ayrıca 2014 yılı için tahmini finansal sonuçların kullanılması halinde benzer şirketler için de yıl sonu tahmini çarpanlar üzerinden dikkate almak gerekecektir. Bir diğer husus ise FD/FAVÖK oranı ile de değerlendirebilmek için FD/FAVÖK oranının makul sınırların üzerinde alınması gerekecektir ki, bu durum zaten yanlış olacaktır.



B- Emsal Karşılaştırma Yöntemi

2009 yılında Özelleştirme Yüksek Kurulu ("ÖYK")'nın 19.10.2009 tarih ve 2009/59 sayılı kararı ile 56 Akarsu Santralinin özelleştirme programına alınarak, "İşletme Hakkının Verilmesi" yöntemi ile özelleştirilmesine karar verilmiştir. 19 Gruba ayrılan Akarsu Santrallerinden Grup-12, Koyulhisar HES afet bölgesinde yer aldığı için ihalesi gerçekleştirilememiştir. Kurulu kapasitesi yaklaşık 140 MW olan 18 Grubun ihalesi Haziran 2010 itibarı ile tamamlanmış ve ÖYK kararları ile ihaleler onaylanmıştır. Söz konusu Akarsu Santrallerinden 10 Grubun devir işlemleri tamamlanmış, bazı Grupların ise ihaleleri iptal edilip daha sonraki bir tarihte yenilenmiştir.

Söz konusu 19 Gruba aşağıda yer verilmiştir:

Grup 1: İznik-Dereköy, İnegöl-Cerrah, M.Kemalpaşa-Suuçtu

Grup 2: Haraklı-Hendek, Pazarköy-Akyazı, Bozüyük

Grup 3: Kayaköy

Grup 4: Kovada I, Kovada II

Grup 5: Turunçova-Finike

Grup 6: Anamur, Bozyazı, Mut-Derinçay, Silifke, Zeyne

Grup 7: Bozkır, Ermenek, Göksu

Grup 8: Dere, İvriz

Grup 9: Kayadibi,

Grup 10: Bünyan, Çamardı, Pınarbaşı, Sızır

Grup 11: Değirmendere, Karaçay, Kuzuculu

Grup 12: Koyulhisar, Ladik-Büyükkızıoğlu

Grup 13: Besni, Derme, Erkenek, Kernek

Grup 14: Bayburt, Çemişgezek, Girlevik

Grup 15: Esental, Işıklar (Visera)

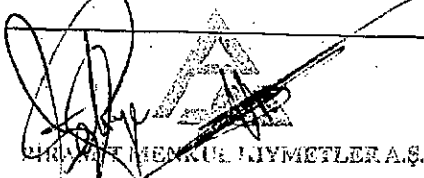
Grup 16: Çağ Çağ, Otluca, Uludere,

Grup 17: Adilcevaz, Ahlat, Malazgirt, Varto-Sönmez

Grup 18: Engil, Erciş, Hoşap, Koçköprü

Grup 19: Arpaçay-Telek, Kiti

ÖYK'nin 08.02.2011 tarih ve 2011/10 sayılı kararı ile EÜAŞ'a ait Kısık HES'in, 30.04.2012 tarih ve 2012/60 sayılı kararı ile de EÜAŞ'a ait Berdan ve Hasanlar HES'lerinin "İşletme Hakkının Verilmesi" yöntemi ile özelleştirilmek üzere özelleştirme kapsam ve programına alınmasına karar verilmiştir. 2010 yılında yapılan ihaleler sonucunda devir işlemleri gerçekleştirilemeyen akarsu santralleri ile özelleştirme kapsam ve programına alınan Kısık, Berdan ve Hasanlar HES'leri için ÖİB tarafından 10 Grup halinde 13.07.2012 tarihinde ihaleye çıkılmıştır.


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Söz konusu gruplar;

Grup 1: Engil, Erciş, Hoşap

Grup 2: Koçköprü

Grup 3: Kısık

Grup 4: Göksu

Grup 5: Bozkır, Ermenek

Grup 6: Haraklı-Hendek, Pazarköy-Akyazı, Bozhöyük

Grup 7: Hasanlar

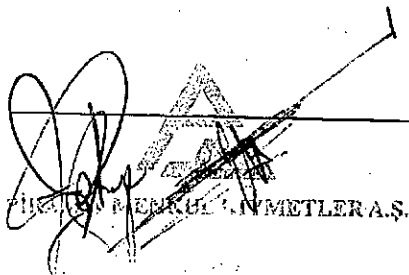
Grup 8: Ladik-Büyükkızoğlu, Durucasu

Grup 9: Arpaçay, Telek-Kiti

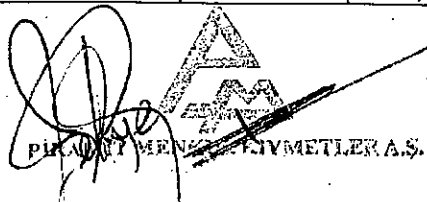
Grup 10: Berdan

olarak belirlenmiş olup, 05.10.2012'de teklifler alınmıştır. Bunlardan 9 Grubun nihai pazarlık görüşmeleri 19.10.2012'de tamamlanmış, Grup 6 ihalesi ise yeterli teklif alınamaması nedeniyle iptal edilmiştir. Bilahare Grup 6'nın ihalesine tekrar çıkmış ve nihai pazarlık görüşmesi 26.11.2012 tarihinde gerçekleştirilmiştir.

Yukarıdaki özelleştirme ihalelerinde devri gerçekleştirilemeyen santraller yeniden gruplandırılarak, Esendal ve Işıklar HES 1. Grup, Kayaköy HES 2. Grup ve Dere ve İvriz HES ise 3. Grup olarak , Mayıs 2014'de söz konusu gruplar için özelleştirme ihalesinin gerçekleştirilmesi beklenmektedir.


PIRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

Grup	Santral adı	İli	Kurulu Güç-MW	Ortalama Üretim- (2005-2010) kWh/yıl	TOPLAM Grup MW	TOPLAM Üretim- 2010 kWh/yıl	Ortalama Grup Üretim- (2005-2010) kWh/yıl	2010-MW başına üretim (kWh)	Teklif veya devir	Fiyat, ABD\$	MW başına Fiyat, ABD\$	kWh başına Fiyat, ABD\$
Grup.a.1	İZNİK - DEREKÖY	Bursa	0,24	1.017.515					2010 / 6.600.000,- ABD\$ / KENT Solar Elektrik	6.600.000	6.707.317	2,02
Grup.a.1	İNEGÖL - CERRAH	Bursa	0,272	903.890	0,984	3.273.424	3.513.004	3.326.650				
Grup.a.1	M.KEMALPAŞA - SUUÇTU	Bursa	0,472	1.591.599								
Grup.a.2	HARAKLI - HENDEK	Sakarya	0,264	1.326.296					2013/ 710.000 ABD\$ /Fasel Elektrik	710.000	885.287	0,21
Grup.a.2	PAZARKÖY - AKYAZI	Sakarya	0,178	515.985	0,802	3.368.390	2.785.636	4.199.988				
Grup.a.2	BOZÜYÜK	Bilecik	0,36	943.355								
Grup.a.3	KAYAKÖY	Kütahya	2,56	8.857.703	2,560	10.888.599	8.857.703	4.253.359	2010/17.411.500 ABD\$/ Nema Kimya-Espe (2014 yeniden ihale edilecek)	17.411.500	6.801.367	1,60
Grup.a.4	KOVADA I	Isparta	8,25	6.852.058	59,450	37.776.140	37.658.440	635.427	2010/ 56.080.000,- ABD \$ / Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	56.080.000	943.314	1,48
Grup.a.4	KOVADA II	Isparta	51,2	30.806.382								
Grup.a.5	TURUNÇOVA-FİNİKE	Antalya	0,552	1.442.345	0,552	1.459.588	1.442.345	2.644.181	2010 / 2.760.000,- ABD \$ / Fides Reklam Enerji	2.760.000	5.000.000	1,89
Grup.a.6	ANAMUR	İçel	0,84	2.593.290								
Grup.a.6	BOZYAZI	İçel	0,424	1.223.325								
Grup.a.6	MUT - DERİNÇAY	İçel	0,88	3.408.836	2,872	10.210.382	9.990.675	3.555.147	2010/ 13.520.000 ABD\$ / Seba Ortak Girişim	13.520.000	4.707.521	1,32
Grup.a.6	SİLİFKE	İçel	0,4	1.619.253								
Grup.a.6	GÜLNAR (ZEYNEL)	İçel	0,328	1.145.972								
Grup.a.8	DERE	Konya	0,6	1.382.303	1,640	3.848.827	3.017.113	2.346.846	2010/ 5.700.000 ABD \$/ Seba Ortak Girişim (ihale iptal, 2014 yeniden düzenlenecek)	5.700.000	3.475.610	1,48
Grup.a.8	İVRİZ	Konya	1,04	1.634.810								
Grup.a.9	KAYADİBİ	Bartın	0,464	2.126.729	0,464	2.224.179	2.126.729	4.793.489	2010/7.644.000 ABD\$/İvme Elektromekanik	7.644.000	16.474.138	3,44



 PIRACI MENEKŞE KİMYETLER A.Ş.

Grup.a.10	BÜNYAN	Kayseri	1,36	3.010.103								
Grup.a.10	ÇAMARDI	Niğde	0,069	149.527								
Grup.a.10	PINARBAŞI	Kayseri	0,099	267.468	8,308	55.475.511	38.601.195	6.677.360	2010 / 69.700.000,- ABD\$ / Kayseri ve Civar Elektrik T.A.Ş.	69.700.000	8.389.504	1,26
Grup.a.10	SIZIR	Kayseri	6,78	35.174.097								
Grup.a.11	DEĞİRMENDERE	Osmaniye	0,5	642.049								
Grup.a.11	KARAÇAY	Osmaniye	0,4	1.759.115	1,172	4.730.163	3.617.932	4.035.975	2010 / 7.020.000,- ABD\$ / Ka-Fnih Enerji Üretim San. ve Tic. Ltd.Şti	7.020.000	5.989.761	1,48
Grup.a.11	KUZUCULU	Hatay	0,272	1.216.768								
Grup.a.13	BESNİ	Adıyaman	0,272	441.687								
Grup.a.13	DERME	Malatya	4,5	6.708.922	5,924	9.584.423	8.235.876	1.617.897	2010 / 13.800.000,- ABD\$ / Kayseri ve Civar Elektrik T.A.Ş.	13.800.000	2.329.507	1,44
Grup.a.13	ERKENEK	Malatya	0,32	503.947								
Grup.a.13	KERNEK	Malatya	0,832	581.320								
Grup.a.14	BAYBURT	Bayburt	0,396	1.749.847								
Grup.a.14	ÇEMİŞGEZEK	Tunceli	0,116	777.085	3,552	23.255.891	22.131.067	6.547.267	2010/ 29.050.000 ABD\$ / Boydak Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş	29.050.000	8.178.491	1,25
Grup.a.14	GİRLEVİK	Erzincan	3,04	19.604.136								
Grup.a.15	ESENDAL	Artvin	0,3	1.248.429								
Grup.a.15	ISIKLAR (VİSERA)	Trabzon	1,04	4.015.499	1,340	5.986.321	5.263.929	4.467.404	2010/6.550.000 ABD\$/Doğu elektrik (ihale iptal-2014 yeniden düzenlenecek)	6.550.000	4.888.060	1,09
Grup.a.16	ÇAĞ	ÇAĞ	14,4	27.915.537								
Grup.a.16	OTLUCA	Hakkari	1,28	4.718.535	16,320	31.683.680	35.562.618	1.941.402	2010 / 40.800.000,- ABD\$ / Nas Enerji A.Ş.	40.800.000	2.500.000	1,29
Grup.a.16	ULUDERE	Şırnak	0,64	2.928.547								
Grup.a.17	ADİLCEVAZ	Bitlis	0,394	616.536								
Grup.a.17	AHLAT	Bitlis	0,201	544.013								
Grup.a.17	MALAZGİRT	Muş	1,216	3.888.011	2,103	5.915.866	5.962.380	2.813.060	2010 / 6.350.000,- ABD\$ / Er-Bu İnşaat ve Tic. Koll. Şti. Mostar Enerji Elektrik Üretim Ltd. Şti.	6.350.000	3.019.496	1,07
Grup.a.17	VARTO-SÖNMEZ	Muş	0,292	913.820								
Grup.b.1	ENGİL	Van	4,59	9.820.005								
Grup.b.1	ERCİŞ	Van	0,8	889.030	8,840	14.899.126	19.221.300	1.685.421	2012/11.050.000 ABD\$ /Tahiroğulları Petrol Ürünleri; (Haliç Elektrik'e devredildi)	11.050.000	1.250.000	0,74
Grup.b.1	HOŞAP (Zernek)	Van	3,45	8.512.265								

Grup.b.2	KOÇKÖPRÜ	Van	8,8	17.969.268	8,800	18.780.539	17.969.268	2.134.152	2012/ 12.000.000 ABD\$/ Tahiroğulları Petrol Ürünleri	12.000.000	1.363.636	0,64
Grup.b.4	GÖKSU	Konya	10,8	60.199.453	10,800	59.060.678	60.199.453	5.468.581	2012/ 57.500.000 ABD\$/ Nural Enerji Üretim	57.500.000	5.324.074	0,97
Grup.b.5	BOZKIR	Konya	0,075	519.367	1,195	1.432.561	1.933.648	1.198.796	2012/1.990.000 ABD\$/ Özbey Hijyenik Ürünleri	1.990.000	1.665.272	1,39
Grup.b.5	ERMENEK	Karaman	1,12	1.414.281								
Grup.b.9	ARPAÇAY-TELEK	Kars	0,062	468.703	2,822	4.858.531	6.642.992	1.721.662	2012/ 3.010.000 ABD\$/ Metaltek Metalurji Kimya Gıda'ya	3.010.000	1.066.619	0,62
Grup.b.9	KİTİ	Iğdır	2,76	6.174.289								
Toplam			141		141	308.712.819	294.733.303			369.245.500		
Ortalama1								3.303.203			4.547.949	1,33
Ortalama2								2.197.244			2.628.082	1,20
Grup.b.3	KISIK	Kahramanmaraş	9,6	26.000.000	9,6	26.000.000	26.000.000	2.708.333	2012 / 27.150.000 ABD\$/ Kılıç Enerji Üretim	27.150.000	2.828.125	1,04
Grup.b.7	HASANLAR	Düzce	9,35	36.000.000	9,35	36.000.000	36.000.000	3.850.267	2012 / 30.850.000 ABD\$/ Batıçim Enerji Elektrik Üretim'	30.850.000	3.299.465	0,86
Grup.b.10	BERDAN	Mersin	10,2	47.500.000	10,2	47.500.000	47.500.000	4.656.863	2012 / 47.000.000 ABD\$/ Tayfurlar Enerji Elektrik Üretim	47.000.000	4.607.843	0,99
Grup.b.8	LADİK-BÜYÜKKIZOĞLU	Samsun	0,4	1.306.165	1,200	4.306.165	4.306.165	3.588.471	2012/2.760.000 ABD\$/ Met Enerji Üretim	2.760.000	2.300.000	0,64
Grup.b.8	DURUCASU	Amasya	0,8	3.000.000								
Toplam			170,85		170,850	422.518.984	408.539.468	2.391.217		477.005.500	2.791.955	1,17

kWh başına fiyat için 2010 yılı üretim rakamları dikkate alınmıştır.

Son 4 grup için 2005-2010 yılı üretim rakamlarına yer verilemediğinden ortalama üretim miktarları rakamları kullanılmıştır.

Kovada I ve Kovada II santralleri için Şirket'in kendi sitesinde toplam 64 milyon kWh üretimi olduğu ifade edilmektedir.

MW başına üretim ortalamalarında ve kWh başına fiyat verilerinde 2010 yılı üretim rakamları dikkate alınmıştır.

Hidroelektrik santralleri çeşitli kriterler dikkate alınarak fiyatlandırılmaktadır.

- Su Debisi
- Kurulu Güç
- Yıllık Üretim Miktarı
- MW başına üretilen kWh miktarı⁷
- Lisans veya su kullanım hakkı süresi
- Yeni yatırımlarla kapasiteyi artırma olanağı

Yukarıda tabloda yer alan özelleştirmelerde MW başına değerin oldukça farklı aralıkta fiyatlandığı görülmektedir. Özelleştirmelerde çıkan MW başına değer için santralin yıllık üretimi ve MW başına üretim miktarı oldukça önemli bir etkidir. Sektörde MW başına yıllık üretimleri 3 milyon kWh üzerinde olan santraller, üretim miktarının daha yüksek oluşu ayrıca verimlilik veya işletme birim üretim maliyetlerinin de daha düşük olmasından dolayı, daha yukarıdan fiyatlanabilmektedir. Yeni yatırımlarla kapasiteyi artırma olanağı olan santrallerin özelleştirilmesinde, MW başına fiyat daha yüksek çıkmaktadır.

Yukarıda yer alan tablo incelendiğinde aşağıdaki sonuçlara ulaşılmaktadır:

- 1- MW başına üretim ve MW başına çıkan fiyatların aritmetik ortalaması 3.303.2013 kWh ve 4.547.949 ABD\$ ve kWh başına fiyat 1,33 ABD\$ seviyesinde çıkmaktadır. (ortalama1)
- 2- Santraller bir bütün olarak dikkate alındığında (sön 4 hariç) MW başına üretim 2.197.244 kWh, MW başına fiyat 2.628.082 ABD\$ ve kWh başına fiyat 1,20 ABD\$ seviyesindedir. (ortalama2)
- 3- Santrallerin tamamı dikkate alındığında MW başına üretim 2.391.217 kWh, MW başına fiyat 2.791.955 ABD\$ ve kWh başına fiyat 1,17 ABD\$'dir.

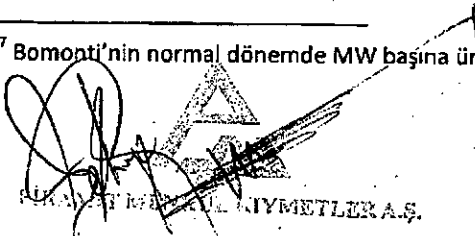
MW başına üretimi yüksek olan yani kapasite kullanım oranı yüksek olan santrallerde MW başına fiyatının daha yüksek olması doğaldır. Özelleştirme ihalelerinde MW başına çıkan değerlerin, üretim düzeylerini dikkate almaksızın, sadece aritmetik ortalamalarını kullanmak yanıltıcı olacaktır. (Ortalama 1)

Elektrik santrallerinde MW başına değerin tek başına kullanımı, ancak santrallerin MW başına benzer üretim düzeyine sahip olmaları durumunda anlamlı olacaktır. Hidroelektrik santrallerinin yıllık elektrik üretimlerinin tamamını dikkate almak veya MW başına üretim ile MW başına fiyatı beraber kullanmak daha sağlıklı sonuçlar verecektir.

Bu kapsamda nehir tipi Hidroelektrik santrallerinin özelleştirilmesinde çıkan fiyatlar, santrallerin değeri için, yıllık üretimlerinin kWh başına 1,17-1,33 ABD\$ seviyesinde fiyatlandığı veya MW başına çıkan fiyatın ise, MW başına üretimin 1,17-1,33 katı kadar (ortalama kWh başı fiyat kadar) yukarıda fiyatlandığıdır. Örnek olarak kümülatif rakamlar baz alınarak (ortalama2)'de görüldüğü üzere, MW başına yıllık üretimi 2.197.244 kWh/yıl iken MW başına ödenen veya teklif edilen tutar 2.628.082 ABD\$'dir. (MW başına fiyat 2.197.244 x 1,20'dir). Ortalama1 ve Ortalama2 verileri beraber dikkate alındığında 2-3 mn kWh üretimi olan santrallerde MW başına değerin, MW başına üretimin 1,17-1,20 katı, 3 mn kWh üzerinde ise 1,20 ve daha üzeri seviye de fiyatlanmaktadır.

Bomonti Elektrik santralinin değeri için, santralin yıllık üretim miktarını, kWh başına 1,17-1,33 ABD\$ üzerinden fiyatlamak veya MW başına fiyat için MW başına üretimi, kWh başına 1,17-1,33 ABD\$ üzerinden fiyatlamak, emsal karşılaştırma için daha doğru bir yaklaşım olacaktır. (Her iki durumda aynı finansal sonucu verecektir.)

⁷ Bomonti'nin normal dönemde MW başına üretiminin 3 milyon kWh'in üzerinde olması beklenmektedir.


BOMONTI ELEKTRİK SANTRALLERİ A.Ş.

Özelleştirme ihalelerinde çıkan sonuçlar (Özelleştirilen santrallerin MW başına üretim kapasiteleri, santrallerin yıllık üretimleri ile ortalama MW başına oluşan fiyat düzeyi) dikkate alınarak, Bomonti Elektrik için emsal karşılaştırma yöntemi ile yapılan değerlendirme aşağıdaki gibidir.

Bomonti	
Kapasite (MW)	6,74
KKO	33%
Toplam üretim (kWh/yıl)	19.483.992
Yıllık kWh/MW	2.890.800

Bomonti Elektrik'in normal dönemde Kapasite Kullanım Oranı'nın %36 ve üzerinde gerçekleşmesi beklenmektedir. Emsal karşılaştırmada, Şirket'in iyi dönemde %40 ve üzeri, kurak dönemde %27 ve daha düşük oranda kapasite kullanım oranlarının ortalaması olarak Şifrin HES'in %33 Kapasite Kullanım değeri dikkate alınmıştır.

Özelleştirme ihalelerinde kWh başına fiyatın 1,17-1,33 ABD\$ aralığında olduğu dikkate alınarak Bomonti elektrik için 1,20 ABD\$ seviyesi baz alınmıştır.

Bomonti	
Yıllık kWh/MW	2.890.800
ABD\$ /kWh	1,20
MW başına fiyat (ABD\$)	3.468.960
Mevcut Kapasite (MW)	6,74
ABD\$/TL ⁸	2,09
Çarpan Değeri (TL)	48.865.852
Akedaş'tan alacak* (TL)	+4.748.396
Net Nakit (TL)	-22.908.561
Piyasa Değeri (TL)	30.705.687

*Bomonti Elektrik'in mevcut santralinden başka bir geliri veya varlığı olmaması nedeniyle hidroelektrik santralinin, (lisans hakları dahil) değeri, firma değerine eşit olacaktır.

Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş.'nin piyasa değeri, emsal şirketler ve özelleştirme ihalelerinde çıkan sonuçlar dikkate alınarak, **30.705.687 TL** olarak hesaplanmıştır. [Bomonti Elektrik'in MW başına değeri ise 3.468.960 ABD\$ olarak hesaplanmıştır.]

⁸ 05.05.2014 tarihli USD/TL döviz kuru baz alınmıştır.

AGIRLIKLI FIYATLANDIRMA

Bomonti	Şirket Piyasa Değeri	Ağırlıklandırma	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
İNA'ya Göre	30.918.576	50,0%	15.459.288
Emsal karş.	30.705.687	50,0%	15.352.843
Toplam			30.812.132

Ağırlık fiyatlandırma sonrası şirketin halka arz öncesi piyasa değeri **30.812.132 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket halka arzda sermaye artırımını ile 3.400.000 pay ihraç edecek ve halka arz sonrası sermayesi 17.000.000 TL olacaktır.

Halka arz sonrası Şirketin özsermaye değeri, net halka arz geliri kadar artacaktır.

Halka arz sonrası piyasa değeri = halka arz öncesi piyasa değeri + net halka arz geliri'dir.

Şirket'in halka arz fiyatı "X" olarak kabul edilirse,

Halka arz sonrası şirket piyasa değeri = 17.000.000 * X 'dir.

Şirket'in net halka arz geliri ise, brüt halka arz geliri (3.400.000 * X) – halka arz maliyetleri'dir

Şirket, halka arz maliyetinin bir kısmını (bağımsız denetim raporu maliyeti, gayrimenkul değerlendirme raporu maliyeti vb.) 31.12.2013 öncesinde gerçekleştirdiğinden ve bu tutarlar 31.12.2013 bilançosuna yansıdığından halka arz gelirinde bu maliyetler hariç, 31.12.2013 sonrası maliyetler dikkate alınacaktır. Bu maliyetler ise SPK kayıt ücreti ve aracılık komisyonudur. Bu maliyetler de, halka arz satış fiyatı olan "X" üzerinden ifade edilirse

SPK Kayıt ücreti⁹ = 446,25X+1360 TL'dir.

Aracılık maliyeti ise, 3.400.000*X*%3 'dür.

Yukarıda yer alan veriler dikkate alınarak,

Halka arz sonrası piyasa değeri = halka arz öncesi piyasa değeri + net halka arz geliri

$$17.000.000 * X = 30.812.132 \text{ TL} + [3.400.000 * X - (446,25 * X + 1360) - (3.400.000 * X * 0,03)]$$

Yukarıdaki eşitlik çözüldüğünden halka arz fiyatı olan "X", (2,25) TL olarak hesaplanacaktır.

Halka arz için belirlenen 2,05 TL, Şirketin halka arz sonrası piyasa değerine göre %8,8 iskonto içermektedir.

⁹ SPK kayıt ücreti, ilgili tebliğin GİP şirketlerine uygulanan kayıt ücreti hükümleri ve satışa hazır bekletilen paylar da (%25'lik) dikkate alınarak hesaplanmıştır.

BİLANÇO VE GELİR TABLOLARI■ **Bilanço**

VARLIKLAR	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
Dönen Varlıklar	2.527.234	2.881.946	2.600.970
Nakit ve Nakit Benzerleri	44.341	139.155	355.908
Ticari Alacaklar	64.981	85.843	0
İlişkili taraflardan ticari alacaklar	0	0	0
Diğer ticari alacaklar	64.981	85.843	0
Diğer Alacaklar	837	0	0
Stoklar,net	0	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	48.817	11.789	0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	2.368.258	2.645.159	2.245.062
Diğer Dönen Varlıklar	0	0	0
Duran Varlıklar	38.634.345	31.946.833	26.042.483
Ticari Alacaklar	0	0	0
Diğer Alacaklar	4.748.396	4.094.173	3.167.258
Maddi Duran Varlıklar	33.701.982	27.841.269	22.783.581
Diğer Duran Varlıklar	183.967	11.391	91.644
Toplam Varlıklar	41.161.579	34.828.779	28.643.453
KAYNAKLAR			
Kısa Vadeli Yükümlülükler	6.004.625	5.388.093	3.030.401
Kısa Vadeli Borçlanmalar	4.176.337	449.425	403.527
Ticari Borçlar	751.812	2.668.914	2.611.607
İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	250.889	2.301.177	2.611.607
İlişkili taraflara ticari borçlar	500.923	367.737	0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	34.108	18.590	4.990
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	28.507	18.590	4.990
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	5.601	0	0
Diğer Borçlar	1.042.368	2.196.549	10.149
İlişkili taraflara diğer borçlar	1.037.873	2.100.938	7.155
İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	4.495	95.611	2.994
Ertelenmiş Gelirler	0	54.615	128
Uzun Vadeli Yükümlülükler	21.064.751	16.868.309	12.965.759
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.776.565	15.938.414	12.699.336
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2.288.186	929.895	266.423
Öz sermaye	14.092.203	12.572.377	12.647.293
Ödenmiş Sermaye	13.600.000	12.150.000	12.143.869
Yeniden Değerleme Artışı	5.119.517	0	0
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	422.377	503.424	(333.338)
Net Dönem Karı/Zararı (-)	(5.049.691)	(81.047)	836.762
Toplam Öz sermaye ve Yükümlülükler	41.161.579	34.828.779	28.643.453


PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

■ Gelir Tablosu

GEİR TABLOSU	31 Aralık 2013	31 Aralık 2012	31 Aralık 2011
Satışlar	2.512.388	154.065	0
Satışların Maliyeti	-1.839.505	-239.340	0
Brüt Kar	672.883	-85.275	0
Genel Yönetim Giderleri	-546.734	-64.351	-41.730
Pazarlama, Satış, Dağıtım Giderleri (-)	0	0	0
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	0	0	0
Esas Faaliyet Kar/Zarar	126.149	-149.626	-41.730
Diğer Faaliyet Gelir/Giderleri	298	-2.499	-9.829
Net Faaliyet Kar/Zarar	126.447	-152.125	-51.559
Finansman Gelir / Giderleri(Net)	-5.097.726	734.550	1.070.633
Diğer Faaliyet Gelirleri Giderleri	0	0	0
Vergi Öncesi Kar	-4.971.279	582.425	1.019.074
Vergiler	-78.412	-663.472	-182.312
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-78.412	-663.472	-182.312
Vergi Karşılığı	0	0	0
Net Dönem Karı	-5.049.691	-81.047	836.762
Azınlık Payları	0	0	0
Ana Ortaklık Payları	-5.049.691	-81.047	836.762
Hisse Başına Kazanç	-0,371	-0,007	0,069
Amortisman	1.179.886	178.091	3.477
FAVÖK	1.306.035	28.465	38.253

20 Mayıs 2014

PIRAMİT MENKUL KIYMETLER ANONİM ŞİRKETİ

Zekiye YOLCUBAL
Genel Müdür Yardımcısı

Müfit NAYIR
Yönetim Kurulu Başkanı