

**ANEL ELEKTRİK PROJE TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş. HALKA ARZI
FİYAT TESPİT RAPORU**

Satış fiyatının tespitinde kullanılan yöntemler:

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.’nin (“Şirket” veya “Anel Elektrik”) halka arz edilecek paylarının birim fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ile yurt içi ve yurt dışı piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır.

Değerleme Yöntemleri

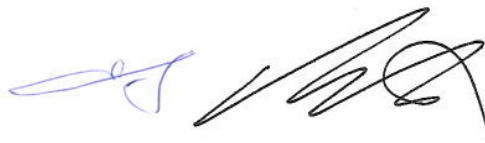
- 1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- 2) Piyasa Çarpanları Analizi
 - Yurt İçi Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları
 - Yurt Dışı Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

1) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi şirket değerinin tespitinde uluslararası kabul görmüş değerlendirme yöntemidir. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi, şirketin faaliyetlerinin öngörülebilir bir gelecekte devam edeceğini varsayarak gelecekteki tahmini serbest nakit akışlarını değerlendirme tarihine, şirketin risk düzeyini yansıtan belirli bir iskonto oranı ile indirgenmesi suretiyle şirket değerinin belirlenmesi esasına dayanmaktadır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde kullanılan varsayımların özeti aşağıda yer almaktadır:

- 1) İndirgenmiş nakit akımları analizi hesaplamalarında şirketin fonksiyonel para birimi olan amerikan doları kullanılmıştır.
- 2) Nakit akışlarının hesaplamasında operasyonel gelir/giderler göz önünde bulundurulmuş, finansal gelir/giderler hesaplamalara dahil edilmemiştir.
- 3) Projeksiyonlar Şirket tarafından sağlanan verilerin Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından yorumlanması sonucu oluşturulmuştur.
- 4) Nakit akımları Elektrik ve Mekanik taahhüt işleri ile gayrimenkul portföyünden elde edilecek kira gelirleri tahmin edilerek hesaplanmıştır. Anel Mekanik ve Anel Yapı şirketlerindeki sırasıyla %43 ve %60 azınlık payları değerlendirilmiştir.
- 5) %20 payına sahip olunan Anel Telekomünikasyon için 17/05/2010 tarihli İMKB kapanış değeri baz alınmıştır. %70 payına sahip olunan Anel Enerji için Şirket yönetiminin olası ortaklık görüşmelerine baz olabilecek tahmini dikkate alınmıştır. Diğer finansal yatırımlar özkaynak değerleri ile değerlendirilmiştir.
- 6) Taahhüt sektöründe kullanılan Backlog tanımı; sözleşmeye bağlanmış devam eden işlerin tamamlanmamış bölümlerinin parasal değerini ifade etmektedir. Dönem başı backlog’a ilgili dönemde sözleşmeye bağlanan yeni proje tahmininin eklenmesi ve teslim edilen iş tahmininin düşülmesiyle dönem sonu backlog hesaplanmıştır.
- 7) 2010 yılı sonunda 419 Mn\$’a ulaşacağı tahmin edilen konsolide backlog’unun 2011 yılından itibaren elektrik işlerinde yıllık %4 , mekanik işlerinde ise yıllık %5 oranında büyümeyle 2017 sonu itibarıyla 539 mn \$’a ulaşacağı tahmin edilmiştir. Aşağıda



hesaplamalarda kullanılan backlog projeksiyonları yer almaktadır. Tabloda teslim edilen iş olarak tahmin edilen veriler yıllık ciroya karşılık gelmektedir.

Mn\$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Dönem Başı Backlog	307	419	437	456	476	496	517	539
Yeni Alınan İş	302	229	261	275	280	296	307	320
Teslim Edilen İş=Ciro	190	211	242	255	260	274	285	297
Dönem Sonu Backlog	419	437	456	476	496	517	539	562

8) Yeni alınacak işlerin ortalama 2,5 yılda tamamlanacağı öngörülmüştür.

9) Elektrik taahhüt işlerinden elde edilecek operasyonel kar marjı 2010 ve 2011'de %14, izleyen yıllar için %11 olarak öngörülmüş, mekanik taahhüt işleri için operasyonel kar marjı projeksiyon dönemince %11 olarak öngörülmüştür. Kira geliri elde eden gayrimenkul şirketi Anel Yapı'nın tahmini doluluk oranının 2016 yılına kadar kademeli olarak %95'e ulaşacağı ve operasyonel kar marjının kademeli olarak 2014 yılında %94,3'e ulaşacağı öngörülmüştür.

10) Anel Elektrik'in solo bilançosundaki maddi duran varlık büyüklüğü aktif büyüklüğünün sadece %1'i civarında olduğundan; projeksiyonlarda gelecek yıllar için amortisman yöntemi yerine her yıl için cironun %0,5'i oranında modernizasyon yatırımı (yatırım harcaması) yapılacağı ve bu tutarın tamamının gider olarak yazılacağı öngörülmüştür.

11) Aşağıdaki tablolarda indirgenmiş nakit akımı tahminlerinden hareketle hesaplanan özet sonuçlar 2017 yılına kadar yer almaktadır.

Mn \$	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Konsolide Gelirler	192,6	214,6	247,6	261,8	267,1	281,6	292,9	305,0
Elektrik	145,3	158,6	173,7	188,2	189,4	199,2	207,0	214,8
Mekanik	44,8	52,3	68,6	67,2	70,7	75,1	78,3	82,4
Yapı	2,5	3,7	5,3	6,4	7,0	7,3	7,6	7,8

Operasyonel Kar Marjı	14,0%	14,4%	12,7%	13,0%	13,2%	13,2%	13,2%	13,1%
Elektrik	14,0%	14,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Mekanik	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Yapı	70,9%	83,2%	90,6%	93,3%	94,3%	94,5%	94,6%	94,6%

VAFÖK	27,01	30,99	31,47	34,10	35,22	37,11	38,53	40,05
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Yatırım Harcamaları	1,06	1,23	1,47	1,59	1,64	1,73	1,79	1,86
----------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Net Kar	20,76	23,81	24,00	26,01	26,86	28,31	29,39	30,55
Ana Ortaklık	18,36	20,55	19,34	20,85	21,30	22,43	23,31	24,22
Azınlık Payları	2,40	3,26	4,67	5,16	5,56	5,87	6,08	6,32

- 12) Projeksiyon dönemi boyunca hem elektrik hem de mekanik taahhüt işleri için; alacak tahsil süresi 145 gün, stok tutma süresi 45 gün ve borç ödeme süresi 100 gün olarak kullanılmıştır.

İşletme Sermayesi İhtiyacı, Mn \$			
	Alacak Tah.	Stok Dev.	Borç Öd.
Elektrik	145	45	100
Mekanik	145	45	100

- 13) Kurumlar Vergisi oranı %20 olarak kullanılmıştır.
- 14) 2009 yıl sonu mali tablolarındaki net borç tutarı şirket değeri hesaplamasında göz önünde bulundurulmuştur. Net borcun hesaplamasında şirketlerin solo bilançolarındaki finansal borçlardan hazır değer ve menkul kıymetler düşülmüştür.
- 15) Serbest nakit akışlarının indirgeme oranı olarak %11,4 kullanılmış, %10,90 ile %11,90 oranları için duyarlılık analizi yapılmıştır. 2020 yılına kadar projeksiyon yapılmış, sonraki yıllar için artık değer hesaplanmıştır. Artık değerlerin hesaplanmasında %2 büyüme kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonuç:

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde kullanılan varsayımlar çerçevesinde pay başına şirket değerleri %10,9 - %11,9 aralığındaki iskonto oranlarıyla ve projeksiyon dönemi sonrası %2,0 büyüme oranı ile 8,54 TL ile 10,27 TL arasında hesaplanmaktadır. Kullanılan projeksiyonlar geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaştırılması halinde farklı şirket ve pay değerlerine ulaşılabilir.

2) Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa Çarpanları

Piyasa çarpanları analizi değeri tespit edilecek şirketin, benzer nitelikteki veya ölçüt olabilecek yurt içinde veya yurtdışında işlem gören şirketlerin ve/veya şirketler grubunun kar, ciro, özsermaye gibi verilerinin piyasa değerleri (veya firma değerleri) ile karşılaştırılması suretiyle yapılmaktadır. Firma değeri piyasa değerine şirketin finansal pozisyonunun eklenmesi/düşülmesi sonucu tespit edilir.

Piyasa çarpanları analizi yönteminde öncelikle değerlemesi yapılacak şirket ile benzer nitelikteki yurtiçi ve yurtdışı şirket(ler)in piyasa değerleri tespit edilir. Daha sonra piyasa (veya firma) değerleri ile mali verileri karşılaştırılarak kullanılacak oranlar hesaplanır. Bu oranlar piyasa (firma) değeri/ciro, piyasa (firma) değeri/net kar, piyasa değeri/özsermaye, piyasa (firma) değeri/vergi faiz amortisman öncesi kar (VAFÖK) olarak özetlenebilir.

Bir şirketin piyasa değeri, o şirketin paylarının İMKB’de oluşan fiyatı ve toplam pay sayısı ile hesaplanmaktadır. Bu değer şirketlerin piyasa tarafından belirlenen değerini göstermektedir. Piyasa değeri, şirketlerin borsadaki senetlerin alım-satım işlemleri sırasında almış olduğu değere göre değişmektedir. Ancak borçluluk şirketten şirkete geçeceğinden net borçların da dikkate alındığı firma değeri 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.

Halka arz edilecek Anel Elektrik ile yurt içinde ve dışında birebir benzer işlem gören şirket bulunmamaktadır. Yurt içinde Enka İnşaat, Alarko Holding ve Tekfen Holding taahhüt konusunda faaliyet gösterdiğinden benzer şirket çarpan analizinde kullanılmıştır. Yurt dışı benzer şirketler olarak Voltas Ltd, Drake & Scull, Galfar, Engineering&Contract, Depa Ltd, Tutor Perini Corp, Mohammad Al-Mojil gibi dünyanın önde gelen elektrik, mekanik ve taahhüt faaliyetinde bulunan şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizinde söz konusu şirketlerin Firma Değeri/Vergi, Faiz, Amortisman Öncesi Kâr (VAFÖK), Piyasa Değeri/Net Kar (F/K), Firma Değeri/Satış çarpanları kullanılmıştır.

Aşağıdaki tabloda Anel Elektrik'in kullanılan varsayımlar çerçevesinde hesaplanan 2010 yılına ilişkin mali verileri yer almaktadır.

Anel Elektrik, Mn\$	2010		
	FAVÖK	Net Kar*	Satışlar
	27.0	18.4	192.6

* Azınlık payı düşülmüştür.

Aşağıdaki tabloda ise yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin 2010 tahminlerine göre ve cari piyasa değerlerine göre çarpan değerleri yer almaktadır.

	Firma Değeri / VAFÖK	F/K	Firma Değeri / Satış
Çarpan Analizi	2010T	2010T	2010T
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpanları	7.5	16.8	0.9

Kaynak:Bloomberg

	Firma Değeri / VAFÖK	F/K	Firma Değeri / Satış
Çarpan Analizi	2010T	2010T	2010T
Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpanları	7.1	11.0	0.9

Kaynak:Bloomberg

Piyasa çarpanlarından Anel Elektrik'in 2010 mali verileri ile piyasa çarpanlarından hareketle yurt içi benzer şirketlere göre 8,81 TL, yurt dışı benzer şirketlere göre 6,57 TL pay başı değer hesaplanmıştır.

Kullanılan projeksiyonların değiştirilmesi ve farklı tarihler ve mali verilerle piyasa çarpanları hesaplanması halinde farklı değerlere ve iskonto oranlarına ulaşılabilir.

SONUÇ:

Yukarıda kullanılan yöntemlerle bulunan şirket ve pay başına değerler aşağıda özetlenmiştir.

Yöntemler	Şirket Değeri (TL)	Birim Pay Fiyatı (TL)*
İndirgenmiş Nakit Akımları**	285.069.544	9,32
Yurt İçi Benzer Şirketler	269.592.081	8,81
Yurt Dışı Benzer Şirketler	201.209.901	6,57
Tüm Yöntemler Ağırlıklı Ortalaması***	265.202.123	8,66

*1 \$= 1,53 TL olarak kullanılmıştır.

**%11,4 İskonto Oranı, %2 Büyüme ile

***Benzer Şirketlerin faaliyetleri birebir örtüşmediğinden yurt içi benzer şirket analizine %20, yurt dışı benzer şirket analizine %20 ve indirgenmiş nakit akım analizine %60 ağırlık verilmiştir.

Kullanılan varsayımlar ve hesaplamalar çerçevesinde bulunan yukarıdaki değerler yatırımcı iskontosu içermemektedir. Halka arz için fiyat aralığı 5.00 – 6.00 TL olarak belirlenmiştir. Söz konusu fiyat aralığı, hesaplanan 8,66 TL ortalama pay birim fiyatına göre %31 - %42 arasında değişen iskonto içermektedir.

DENİZ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.

