

Değerleme Hizmetleri

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

Uzman Kuruluş Raporu

27 Eylül 2017

Gizli ve Özel





Serkan Aslan
Ortak
T: +90 (212) 376 5330
serkan.aslan@tr.pwc.com

Ergun Temizkan
Müdür
T: +90 (212) 376 5938
ergun.temizkan@tr.pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Süleyman Seba Cad, BJK Plaza,
No:48 B Blok K:9
Akaretler, 34357, İstanbul-Turkey
T: +90 (212) 326 6060
F: + 90 (212) 326 6050

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

Saray Mahallesi, Site Yolu Sokak
Anel İş Merkezi, No: 5/4
Ümraniye/İstanbul/Türkiye

27 Eylül 2017

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş. (“Şirket” veya “Anel Elektrik”) ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. (“PwC”) arasında imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi (bkz. Ek 1) kapsamında, Anel Elektrik ile Anel Telekomünikasyon Elektronik Sistemleri Sanayi Ticaret A.Ş. (“Anel Telekom”)’nin birleşmesine ilişkin çalışmanın sonuçları ektedir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Anel Elektrik ve Anel Telekom’un 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Net Varlık Yaklaşımı ve bu yöntemle birlikte uygulanan Gelir Yaklaşımı ve Piyasa Yaklaşımı’na göre hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yöntemle göre değişirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılması gereken sermaye tutarını tahmin etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Raporumuz, Şirket yönetimi ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Değerleme çalışmasında temel olarak Anel Elektrik tarafından sağlanan projeksiyonlar ile birlikte Anel Elektrik ve Anel Telekom’un geçmiş dönem mali tabloları kullanılmıştır. Çalışma kapsamında tarafımıza sunulan mali tablolar ve diğer finansal bilgiler tarafımızca ayrıca denetime veya incelemeye tabi tutulmamıştır. Bunun yanı sıra Şirket yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda bir görüş verilmemektedir.

Bu rapor sadece Şirket yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Şirket yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Serkan Aslan,
Ortak

İçindekiler

Giriş	6
1 Yönetici Özeti	16
2 Ekonomik Görünüm	34
2.1 Türkiye	35
2.2 Körfez İşbirliği Ülkeleri	39
3 Anel Elektrik ve Anel Telekom	43
4 Değerleme Analizleri	52
4.1 Gelir Yaklaşımı – Elektrik Taahhüt İş Kolu	53
4.1.1 Anel Elektrik Değerleme Analizi	55
4.1.2 Anelmep M&O Değerleme Analizi	69
4.1.3 Anel Emirates Değerleme Analizi	82
4.1.4 Anelmarin Değerleme Analizi	95
4.2 Gelir Yaklaşımı – Enerji İş Kolu	107
4.2.1 Golden Sun Ood Değerleme Analizi	108
4.2.2 DAG-08 Ood Değerleme Analizi	120
4.2.3 EKB Değerleme Analizi	131
4.3 Gelir Yaklaşımı – Operasyonel Olmayan Varlıklar	142
4.3.1 Anel Yapı Değerleme Analizi	143
4.3.2 Anel Dar Libya Değerleme Analizi	145
4.3.3 Anel Rusya I.T.K Değerleme Analizi	147
4.3.4 Anel Enerji Değerleme Analizi	149
4.4 Piyasa Yaklaşımı	153
4.5 Net Varlık Yaklaşımı	157
4.5.1 Anel Elektrik Değerleme Analizi	158

İçindekiler

4.5.2	Anel Telekom Değerleme Analizi	160
5	Birleşme ve Değişirme Oranları	163
Ekler		173
1	Sözleşme	174
2	Bilgi Kaynakları	182
3	Beta	184
4	AOSM	187
5	UFRS Mali Tablolar	192
6	Projeler	197
6.1	Anel Elektrik Projeleri	198
6.2	Anelmep M&O Projeleri	217
6.3	Anel Emirates Projeleri	236
6.4	Anelmarin Projeleri	239
7	Kısaltmalar	247

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/6)

Projenin Kapsamı

Bu rapor Anel Elektrik ile 1 Eylül 2017 tarihinde imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesine göre; Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, Anel Elektrik çatısı altında birleşme sürecinde, 30 Haziran 2017 itibarıyla Anel Elektrik ve Anel Telekom'un ayrı ayrı toplam hisse değerlerinin tahmin edilmesini ve birleşme oranının hesaplanmasını içermektedir.

PwC; değerlendirme çalışması kapsamında, Anel Elektrik ve Anel Telekom'un aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Şirket'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır.

Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda subjektif ve kişisel hükümlere bağlıdır. Bu nedenle, çalışma sonucunda kesin bir değere ulaşmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli varsayımlar altında bir değer aralığı tahmin etmek daha uygundur.

Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bu projede baz aldığımız değer "Makul Piyasa Değeri"dir. "Makul Piyasa Değeri" istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında hiçbir kısıtlama ve zorlama olmadan ve bu konuyla ilgili bilgilerin rahatlıkla elde edilebildiği serbest bir piyasa ortamında gerçekleşecek hisse senedi satışında oluşması beklenen değer olarak tanımlanabilir. Ayrıca, Anel Elektrik ve Anel Telekom'un mevcut yönetim ile faaliyetlerine devam edeceği varsayılmaktadır.

Bilgi Kaynakları

PwC, Anel Elektrik yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği üzerinde bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Şirket yönetimi ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır.

PwC, bu çalışma kapsamında Anel Elektrik ve Anel Telekom'a ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tabloları ve diğer bilgileri ilave bir denetime tabi tutmamıştır. Dolayısıyla bu raporda yer alan finansal tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Rapordaki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. PwC, her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmalarını tavsiye etmektedir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (2/6)

Anel Elektrik Bünyesinde Yer Alan İştirakler, Şubeler ve Bağlı Ortaklıklar

Değerleme çalışmasında, aşağıda belirtildiği üzere, Anel Elektrik bünyesinde yer alan ve bağımsız denetimden geçmiş TFRS mali tablolarında konsolidasyona tabi olan bağlı ortaklıklar ile özkaynak yöntemi ile değerlendirilen iştirakler ve Anel Elektrik yapısı altında bulunan şubeler dikkate alınmıştır. Bağlı ortaklıklar arasında yer alan Anel BG Ltd. ise, Anel Elektrik'in diğer bir bağlı ortaklığı olan Anel Enerji'ye %100 oranında konsolide olduğu üzere değerlendirilmiştir.

Tam Konsolidasyona Tabi (“Bağlı Ortaklıklar”):

- Anelmarin Gemi Elek. Elektronik Sist. Tic. San. A.Ş. (“Anelmarin”)
- Anelmep Maintenance and Operations LLC (“Anelmep”)
- Anel Emirates General Contracting LLC (“Anel Emirates”)
- Golden Sun Ood (“Golden Sun”)
- DAG-o8 Ood (“DAG-o8”)
- Anel Enerji Elektrik Üretim San. ve Tic. A.Ş. (“Anel Enerji”)
- Anel Dar Libya Constructing & Services LLC (“Anel Libya”)
- Anel Engineering-Tech. Company Ltd. Rusya (“Anel ITK”)
- Anelmep Mekanik Ltd. Şti. (“Anelmep Türkiye”)

Şubeler:

- Anel Katar Doha Şube (“Katar Şube”)
- Anel Azerbaycan Şube (“Azerbaycan Şube”)
- Anel Rusya Şube (“Rusya Şube”)
- Anel Gürcistan Şube (“Gürcistan Şube”)

Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen (“İştirakler”):

- Anel Telekomünikasyon Elekt. Sist. San. ve Tic. A.Ş.
- Anel Enerjinia Kompania Bonev (“EKB”)
- Anel Yapı Gayrimenkul A.Ş. (“Anel Yapı”)

Anel Telekom Bünyesinde Yer Şirketler

Anel Telekom'un hisse değerinin belirlenmesinde bağımsız denetimden geçmiş **konsolide** TFRS mali tablolar kullanılmıştır. Bu kapsamda; Anel Telekom'un tam konsolidasyona tabi olan bağlı ortaklığı E-Sistem Elektronik San. ve Tic. A.Ş. (“E-Sistem”) ile özkaynak yöntemi ile değerlendirilen iştirakler arasında yer alan Doğa Çevre Teknolojileri ve Mamulleri San. ve Tic. A.Ş. (“Doğa Çevre”) ve Anel Yapı Gayrimenkul A.Ş. (“Anel Yapı”) için ayrı bir değerlendirme çalışması yürütülmemiştir.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/6)

Kullanılan İş Planları

Değerleme çalışmasına ait varsayımlar ve iş planları; Anel Elektrik, Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler'in 2013 yıl sonu ile 2017 yılı ilk yarısı arasında gerçekleşmiş operasyonel ve finansal sonuçları ile 2017 yıl sonu bütçe çalışmaları baz alınarak Şirket yönetimi tarafından oluşturulmuştur. Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar 2017 ve 2021 yılları arasındaki iş planları ve bütçe çalışmalarına dayanmaktadır. İş planları Şirket yönetimi ile tartışılmış ve gerekli görüldüğü durumlarda revize edilmesi istenmiştir.

Bu rapor kapsamında tahmin edilen değerler muhtemel bir alım/satım değerini gösteren bir fiyat garantisi olarak değerlendirilmemelidir. Bu çalışmada uygulanan metodolojiler ile elde edilen değerlendirme sonuçları kesin bir değer olarak algılanmamalı, bunun sadece Anel Elektrik yönetimine; Anel Elektrik'in ve Anel Telekom'un hisse değerlerinin tahmini ve birleşme oranının hesaplanması hakkında bir veri sağlaması beklenmelidir.

Anel Elektrik'in değerlemesinde uygulanan Gelir Yaklaşımı "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemine dahil olan Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler'in iş planları ve projeksiyonları aşağıda belirtildiği üzere, şirketlerin faaliyet gösterdikleri ülkeler ve bu ülkelerdeki operasyonel para birimleri dikkate alınarak sunulmuştur.

- Anel Elektrik & Anelmarin (TL)
- Anel Emirates & Anelmep (\$)
- DAG-o8, Golden Sun, EKB (BGN)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Değerleme çalışmasında Gelir Yaklaşımı, Piyasa Yaklaşımı ve Net Varlık Yaklaşımı olmak üzere üç yöntem kullanılmıştır.

➤ Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")

Bu yöntemde Anel Elektrik'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının ve projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer net bugünkü değere indirgenmesi ile elde edilmektedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları çalışması kapsamında, Şirket'in gelir/giderini, ödeyeceği vergiyi, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören bir indirgenmiş nakit akımları modeli hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket yönetiminin sağladığı bilgiler temel alınmıştır. Şirket'in gelecekte yaratması beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının Şirket'in risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

Anel Telekom hisselerine ilişkin SPK'nın KAP'ta yayımlanan 01.12.2016 tarihli açıklaması dikkate alındığında, Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından, Anel Telekom hisse değerinin tahmininde Gelir Yaklaşımı uygulanmamıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (4/6)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

➤ Piyasa Yaklaşımı

Şirket değerlemesinde benzer operasyonlara sahip şirketlerin çeşitli finansal rasyolarının ortalamaları ve/veya sektöre özgü, geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan rasyolar dikkate alınarak değer tahmin edilmektedir.

Bu kapsamda, Anel Elektrik ve Bağlı Ortaklıklar ile aynı veya benzer sektörlerde faaliyet gösteren karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemleri incelenmektedir. Emsal olarak alınacak şirketlerin benzer ürün veya hizmetleri üretmesi beklenmektedir.

Bu yöntemde şirket değeri, karşılaştırılabilir halka açık şirketler ve satın alma işlemine konu olan şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları cinsinden ifade edilmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük zorluk, birebir benzerlikte karşılaştırılabilir işlem ve şirketlerin erişilebilir bilgiler açısından kısıtlı olmasıdır.

Piyasa Yaklaşımı kapsamında, Anel Elektrik'in bünyesinde yer alan Bağlı Ortaklıklar ile İştirakler'e ait konsolide FAVÖK ile Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi sonucunda elde edilen piyasa çarpanları dikkate alınmıştır. Anel Telekom hisselerine ilişkin BİST A.Ş.'nin, KAP'ta yayımlanan 01.12.2016 tarihli açıklaması dikkate alındığında, Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından Anel Telekom'a ilişkin değerlendirme çalışmasında Piyasa Yaklaşımı uygulanmamıştır.

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un halka açık olmaları nedeniyle, Piyasa Yaklaşımı altında şirketlerin 30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla geriye dönük 12 ay içerisindeki günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama Borsa Değeri her iki şirket için ayrıca raporda sunulmuş, ancak Anel Telekom'un 1 Aralık 2016 itibarıyla Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmesi ve Anel Elektrik'in ise hisse fiyatının Şirket'in operasyonel değerini yansıtmadığı öngörüsü altında Borsa Değeri'ne çalışmamızda yer verilmemiştir.

➤ Maliyet Yaklaşımı: Net Varlık Yaklaşımı

Net Varlık Yaklaşımı'nda bir alıcının bir işletme için ödeyeceği bedelin, en az o işletmenin bütün varlıklarının ve borçlarının belli bir tarihte nakde çevrilmesiyle elde edilecek tutara veya işletmeyi bugünkü konumuna getirmek için yapılacak harcama tutarına (itfa edilmiş yenileme değeri) eşit olacağı varsayımı temel alınmaktadır.

Bu kapsamda, Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, 30 Haziran 2017 tarihinde, TFRS standartlarınca hazırlanmış ve bağımsız denetimden geçmiş konsolide bilançolarında yer alan özsermaye tutarları dikkate alınmış olup, bununla birlikte Anel Telekom'un varlıkları arasında yer alan markaların yeniden değerlemesinden doğan değer artışının eklenerek düzeltilmiş net aktif değeri tahmin edilmiştir. Öte yandan, 24 Ağustos 2017 tarihi itibarıyla Anel Elektrik bünyesinde yapılmış olan genel kurul toplantısında temettü dağıtılmasına (stopaj dahil 11.967.800 TL) ilişkin karar alınmış olup, ilgili tutar 20 Eylül 2017 tarihinden itibaren hissedarlara ödenmeye başlanmıştır. Değerleme çalışması kapsamında bahsi geçen brüt temettü tutarı Anel Elektrik'in net aktif değerinden düşülmüştür.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (5/6)

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Anel Elektrik yönetimi için hazırlanmıştır. Aksi belirtilmediği sürece PwC, raporun ve/veya yazışmaların, Anel Elektrik yönetimi dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra raporumuz yazılı iznimiz olmadan yasal kurumlar ve düzenleyici otoritelerin (Sermaye Piyasası Kurulu, vb.) dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC onay verse dahi, raporun muhatabı Anel Elektrik yönetimi olarak kalacaktır.

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Anel Elektrik'in ve Anel Telekom'un olası bir satış veya birleşme işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC şirketinin bu değerlendirme çalışması için alacağı ücret, bu değerlendirme çalışmasının sonuçlarına bağlı değildir.

Değerleme çalışmaları, şirket ortakları ve şirket çalışanları açısından menfaat çatışmasına yol açabilmektedir. Ayrıca, şirket yöneticileri ve çalışanları değerlendirme sonucunu etkileyecek konumdadırlar. Bu nitelikteki çıkar çatışmaları, diğer ülkelerde veya sektörlerde yapılan değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki yöntemlere başvurmuştur:

- Bu projede çalışan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadırlar,
- Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve tahminlerde Anel Elektrik için 2017-2021 yılları arasındaki iş planları baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket yönetimi ile üzerinde tartışılmıştır. Anel Telekom'un değerlendirme çalışmasında herhangi bir iş planı dikkate alınmamıştır.

Proje Ekibi

Konusunda uzman çalışma ekibi, sorumlu ortak Serkan Aslan tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 10 yılı aşkın tecrübeye sahiptir ve yılda ortalama 100'e yakın değerlendirme projesinde görev almaktadırlar.

Serkan Aslan, PwC'ye katılmadan önce çeşitli aracı kurum ve portföy yönetimi şirketlerinde hisse senedi analisti/müdür yardımcısı/müdürü olarak çalışmıştır. Serkan ayrıca Petrol Ofisi Kurumsal Finansman Bölüm Müdürü olarak beş yıl çalışmıştır. Serkan değerlendirme ekibinden sorumlu ortak olarak, finansal yapılandırma, şirket değerlendirme, vergi ve muhasebe amaçlı değerlendirme, finansal modelleme ve fizibilite çalışmaları gerçekleştirmiştir. İstanbul Teknik Üniversitesi İşletme Mühendisliği ve Marmara Üniversitesi Bankacılık ve Sigortacılık Enstitüsü, Sermaye Piyasaları ve Borsalar Bölümü mezunu olan Serkan, Sermaye Piyasası Faaliyetleri İleri Düzey Türev Araçları ve Kurumsal Derecelendirme Lisanslarına sahiptir.

Ergun Temizkan, PwC'ye 2010 yılında katılan Ergun, Değerleme ekibinden önce, PwC Denetim hizmetlerinde çeşitli sektörlerdeki projelerinde görev almıştır. 2013 yılında değerlendirme ekibine katılan Ergun, bu süre zarfında değerlendirme ekibi üyesi olarak şirket değerlendirme, finansal fizibilite, satın alma fiyatının dağıtılması projelerinde çalışmıştır. Ergun, İstanbul Üniversitesi İşletme Bölümü'nden mezun olmuştur.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (6/6)

SPK'ya İlişkin Beyanımız

Şirketimizin, Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:VIII No:35 “Sermaye Piyasası Mevzuatı Çerçevesinde Değerleme Hizmeti Verecek Şirketlere ve Bu Şirketin Kurulca Listeye Alınmalarına İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ” ve Kurulun 17.07.2003 tarih ve 37/875 sayılı kararı çerçevesinde:

- I. Şirketimizin konusunda uzman (bkz. sayfa 9: Proje Ekibi), yaklaşık 25 kişiden oluşan ayrı Değerleme Ekibi'ne sahip olduğunu,
 - II. Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu şirket genelgesi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlerinin bulunduğunu,
 - III. Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara sahip olduğunu,
 - IV. Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri altyapısının bulunduğunu,
 - V. Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına sahip olduğunu,
 - VI. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile Şirketimiz arasında değerlendirme hizmeti sözleşmesi bulunduğunu (bkz. Ek 1),
 - VII. Değerleme çalışmasını talep eden şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmadığını (bkz. Sayfa 9: Bağımsızlık) ve
 - VIII. Denetimini üstlendiğimiz şirketlere aynı dönemde değerlendirme hizmeti verilmediğini,
- beyan ederiz.

Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (1/5)

Taahhüt İş Kolu

Hisse Birleşmesinde Kullanılan Ortaklık Yapısı

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, Anel Elektrik çatısı altında birleşme sürecine ilişkin değerlendirme raporunda yer alan birleşme öncesi ortaklık yapısında Şirket yönetimi tarafından 22 Eylül 2017 tarihinde paylaşılan ortaklık yapısı dikkate alınmıştır. Temin edilen ortaklık yapısı birleşme tarihi itibarıyla değişiklik gösterebilir.

Anelmep Etkin Ortaklık Yapısı

Anelmep'in **ortaklık yapısı sözleşmesi** incelendiğinde;

- Katarlı ortağın Şirket'in %51'ine, Anel Elektrik'in ise %49'una sahip olduğu anlaşılma olup; gerek Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler gerek ise konsolidasyon çalışmalarında Anelmep için azınlık payı ayrılmaması neticesinde; Anel Elektrik'in, Anelmep sermayesindeki etkin pay oranının %100 olduğu anlaşılmaştır.

Katarlı ortak ile yapılan **ana sözleşme kapsamında**,

- Anel Elektrik'in, karın %80'ine, zararın ise %100'üne ortak olduğu anlaşılmaktadır. Katarlı ortağın ise yıllık karın %20'sine denk gelecek şekilde sponsorluk geliri elde etmekte olduğu anlaşılmaktadır. Ana sözleşme çerçevesinde, Katarlı ortağın, Anelmep üzerinde etkin gücünün olmadığı ve tüm kontrolün Anel Elektrik tarafından sağlandığı anlaşılmaktadır.

Katarlı ortak ile yapılan **danışmanlık sözleşmesi** çerçevesinde,

- Danışmanlık hizmeti karşılığında, yeni projelerin yıllık cirosunun ortalama %2 ile %5'i aralığına denk gelen tutarının Katarlı ortağa ödendiği anlaşılmaktadır. Yapılacak ödemelerin belirlenen danışmanlık ücretini aşmaması için karşılıklı imzalanan protokol kapsamında danışmanlık sözleşmesi güvence altında alınmıştır.

Anel Emirates Etkin Ortaklık Yapısı

Anel Emirates'in **ortaklık yapısı sözleşmesi** incelendiğinde;

- BAE'li ortağın Anel Emirates'in %51'ine, Anel Elektrik'in ise %49'una sahip olduğu anlaşılma olup; gerek Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler gerek ise konsolidasyon çalışmalarında Anel Emirates için azınlık payı ayrılmaması neticesinde; Anel Elektrik'in, Anel Emirates sermayesindeki etkin pay oranının %100 olduğu anlaşılmaştır.

BAE'li ortak ile yapılan **ana sözleşme kapsamında**,

- Anel Elektrik'in, kar ve zararın %100'üne ortak olduğu anlaşılmaktadır. Buna karşılık BAE'li ortağın ise yıllık karın %5'i üzerinden danışmanlık geliri elde etmesinin yanı sıra; ilk seneye mahsus 400.000 Dirhem ve ikinci seneden itibaren yıllık 500.000 Dirhem olacak şekilde ilave danışmanlık geliri elde ettiği anlaşılmaktadır. Ana sözleşme çerçevesinde, BAE'li ortağın, Anel Emirates üzerinde etkin gücünün olmadığı ve tüm kontrolün Anel Elektrik tarafından sağlandığı anlaşılmaktadır.

Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (2/5)

Taahhüt İş Kolu

Taahhüt ("Backlog")

Taahhüt iş kolunda faaliyet gösteren Bağlı Ortaklıklar'ın üzerinde bulunan projeler neticesinde 2013 – 2016 yılları arasında yıllık ortalama 485m \$ Backlog seviyesine ulaşıldığı anlaşılmaktadır. Yüksek seviyede gerçekleşen Backlog seviyesi, uzun yıllara sari gerçekleşen büyük çaplı taahhüt işlerinden kaynaklanmaktadır. Büyük çaplı projeler ve sözleşme tutarları başlıca şu şekildedir; Marmaray (139m TL), İŞ GYO Tuzla (175m TL), Abu Dhabi Havalimanı (412m \$) ve Doha Kırmızı Hat Metrosu (249m \$). Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler doğrultusunda, sektör koşulları göz önünde bulundurulduğunda, yeni projelerden oluşması beklenen Backlog seviyesinin 2018 – 2021 yılları arasında ortalama 241m \$ seviyesinde gerçekleşmesi hedeflenmektedir. Toplam Backlog tahminindeki düşüşün sebebi; makroekonomik ve sektörel koşullar altında, Şirket'in gelecek dönem tahminlerini muhafazakar bir yaklaşım ile hazırlamış olmasıdır.

Anel Elektrik'in Katar'daki Faaliyetleri

Anel Elektrik'in, Katar'daki faaliyetleri, 2006 ve 2008 yıllarında sırasıyla kurduğu, Katar Şube ve Anelmep üzerinden devam etmektedir. Katar Şube yalnızca Doha Uluslararası havaalanı kapsamındaki projeleri gerçekleştirmek için özel izinle kurulmuştur. Bu projenin ilerleyen dönemlerinde ilave olarak alınan işler, Katar Şube üzerinden tamamlanmıştır. Anel Elektrik yönetiminden alınan bilgiye göre, 2013 yılından sonra, Katar'da başka taahhüt projelerinin alınabilmesi için yerel bir şirket ile faaliyetleri yürütme ihtiyacı doğmuştur. Bu kapsamda, 2008 – 2013 yılları arasında herhangi bir proje gerçekleştirmeyen Anelmep'in, 2013 yılından sonra alınan projelerde faaliyet gösterdiği anlaşılmaktadır. Şirket yönetiminden alınan bilgiye göre, projeksiyon döneminde gerçekleştirilmesi planlanan projelerin de Anelmep üzerinden gerçekleştirileceği belirtilmiştir.

UCLH Hastane Londra Projesi

Gelir Yaklaşımı kapsamında Anel Elektrik'in şirket değerine ulaşılmasında yalnızca Türkiye'de gerçekleştirilmesi beklenen projeler dikkate alınmış olup, diğer ülkelerde gerçekleştirilebilecek projeler, devamlılık arz etmeyeceği öngörüsü altında şirket değerine dahil edilmemiştir. Diğer taraftan, Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde, Anel Elektrik'in 2017 yıl sonunda UCLH Hastane (Londra/İngiltere) projesi için sözleşme imzalayacağı ifade edilmiştir. Bu kapsamda, UCLH Hastane projesinden elde edilmesi muhtemel nakit akımları farklı bir iskonto oranı ile değerlendirilerek Anel Elektrik'in hisse değerine dahil edilmiştir.

Anel Elektrik ve Şubeler'e Ait İşletme Sermayesi

Şirket yönetimi ile yapmış olduğumuz görüşmelerde; Anel Elektrik ve Anel Elektrik bünyesinde konsolide olan Katar Şube ve Azerbaycan Şube'nin 30 Haziran 2017 TFRS finansal tablolarındaki nakdi teminat kesintisi ve ticari alacaklara ilişkin bir tahsilat riskinin olmadığı ve bu alacakların 2017 yıl sonuna kadar tahsil edileceği ifade edilmiştir. Ayrıca, bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolarda bitmiş veya bitmek üzere olan projelerden alacaklara ilişkin herhangi bir şüpheli alacak karşılığı tespit edilememiştir. Bahsi geçen alacakların tahsil edilememesi durumunda, Anel Elektrik'in şirket değeri önemli ölçüde etkilenebilmektedir.

Anel Emirates'e Ait Envanterler

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde, 30 Haziran 2017 itibarıyla Anel Emirates'nin varlıklarında toplam tutarı 44m \$ olan envanterin, ihzarata tabi olduğu ve buna ilişkin işverenin yapmış olduğu peşin ödemenin değerlendirme tarihi itibarıyla satış ve maliyet hesaplarına herhangi bir etkisinin olmadığı ifade edilmiştir. Ayrıca, envanter bakiyesine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş TFRS finansal tablolarda herhangi bir değer düşüklüğü kaydı görülmektedir. Bu nedenle, Şirket yönetiminden edinilen bilgiler doğrultusunda; envanter bakiyesinin 2019 yılı sonuna kadar tükenmeye tabi olacağı ve Gelir Yaklaşımı kapsamında projeksiyon döneminde nakit girişi yaratacağı varsayılmıştır. Envanterden kaynaklı nakit akımları, Anel Emirates'in şirket değerini büyük ölçüde etkilememektedir.

Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (3/5)

Taahhüt İş Kolu

Anel Telekom ve Yakın İzleme Pazarı	BİST A.Ş. tarafınca yapılan 01.12.2016 tarihli açıklamaya göre; Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından ve Anel Telekom paylarının Acredo Technology BV.'ye satış sürecinin olumsuz sonuçlandığına ilişkin 30.11.2016 tarihli özel durum açıklaması da dikkate alınarak, Kotasyon Yönergesinin 35/1-c maddesi kapsamında Anel Telekom paylarının Yakın İzleme Pazarı'na alınmasına karar verilmiştir. Bu bağlamda, Anel Telekom'un değerlendirme çalışmasında yalnızca "Net Varlık Yaklaşımı" dikkate alınmış olup; "Borsa Değeri" Anel Telekom hisselerinin Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmesi sebebiyle çalışma kapsamına alınmamıştır.
İmtiyazlı Hisselerin Değerlemesi	Değerleme tarihi itibarıyla, Anel Elektrik ve Anel Telekom'un ortaklık yapısı altında oy hakkı imtiyazlı olan hissedarlar bulunmaktadır. Anel Elektrik ve Anel Telekom'a ait imtiyazlı oy hakları sırasıyla; bir paya karşılık iki oy hakkı ve bir paya karşılık on oy hakkı, şeklindedir. Buna rağmen, pay başına kazanç ve temettü hesaplanmasında, düzeltme yapılmasını gerekli kılacak imtiyazlı hisse veya seyreltme etkisi olan potansiyel hisse bulunmadığı anlaşılmıştır. Bu nedenle, hisse değişim oranı ve beher hisse değeri tahmin edilirken imtiyazlı hisseler için ayrı bir değer tayin edilmemiştir.
Konsolide FAVÖK Seviyesi	Yasal muhasebe standartlarına hazırlanan mali tablolara konu olan geçmiş dönem gelir ve gider dağılımı benzer seviyelerde gerçekleşmediğinden, FAVÖK marjında yıllar itibarıyla dalgalanma görülmektedir. Bu nedenle, Piyasa Yaklaşımı'na baz oluşturan FAVÖK seviyesine, bağımsız denetimden geçmiş konsolide TFRS finansal tablolarında belirtilen "Esas Faaliyet Karı" üzerine amortisman gideri ile kıdem tazminatı karşılık giderinin eklenmesiyle ulaşılmıştır. Ayrıca konsolide FAVÖK seviyesi, Anel Elektrik'e konsolide olan şirketlerdeki etkin ortaklık payı oranında hesaplanmıştır. Ancak, Anel Elektrik'in Anel Enerji üzerinde dolaylı olarak sahip olduğu etkin pay oranı %71,73 olmasına rağmen, konsolide FAVÖK tutarına etkisinin sınırlı olması sebebiyle Anel Enerji'nin azınlık payları dikkate alınmamıştır.
Net Borç	Gelir ve Piyasa Yaklaşımı altında, Anel Elektrik'in azınlık paylarından arındırılmış net borçluluğu dikkate alınmıştır. Net borç hesaplanırken 30 Haziran 2017 itibarıyla konsolide TFRS mali tablolara konu olan ilgili finansal borç ve nakit bakiyeleri, azınlık payları oranında indirildikten sonra Anel Elektrik'in hisse değeri tahmin edilmiştir.
Operasyonel Giderlerin Şirketlere Dağıtımı	Anel Elektrik yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, elektrik taahhüt iş kolu altında yer alan Bağlı Ortaklıklar'a ait projelerin başlangıç, gelişme ve tamamlanma aşamalarında operasyonel giderler oluşmaktadır. Bu şirketler, operasyonların yürütülmesinde Anel Elektrik'ten destek almaktadır. Bu kapsamda, taahhüt iş kolu altında faaliyet gösteren Bağlı Ortaklıklar'ın, TFRS finansallarında yer alan operasyonel giderlerinin, makul seviyenin altında olduğu anlaşılmaktadır. Makul seviyenin belirlenmesi kapsamında, mevcut faaliyetlerin Anel Elektrik'ten bağımsız olarak gerçekleştirilmesi durumunda, katlanılması öngörülen operasyonel giderler tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda, Anel Elektrik'in 2014, 2015, 2016 ve 2017 yarı yıl konsolide TFRS finansalları üzerinden, operasyonel giderlerin satışlara oranı incelenmiştir. Belirlenen konsolide faaliyet gideri seviyesi projeksiyon döneminde ortalama tahmini enflasyon oranı ile büyütülerek, taahhüt iş kolu altında faaliyet gösteren şirketlerin her biri için makul faaliyet gideri tahmin edilmiştir. Şirketlerin toplam gelire olan katkıları göz önünde bulundurularak, toplam faaliyet giderleri ilgili şirketlere dağıtılmıştır. Ek olarak, 2017 yarı yılı ve öncesi dönemlere ait faaliyet giderleri de rapor içerisinde makul seviyelerini yansıtacak şekilde "gösterimsel amaçlı" yeniden düzenlenmiştir.

Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (4/5)

Taahhüt İş Kolu

Kullanılan Mali Tablolar	Elektrik taahhüt iş kolu için uygulanan Gelir Yaklaşımı (“İndirgenmiş Nakit Akımları”) kapsamında, Şirket yönetimince sağlanan ve bütçe çalışmaları ile uyumlu proje gelir ve gider kalemleri dikkate alınmıştır. Geçmiş dönemde, projelerin gelir ve gider dağılımı benzer seviyelerde gerçekleşmediğinden, FAVÖK marjında dalgalanma görülmektedir. Net borç çalışması kapsamında, bilanço kalemleri bağımsız denetimden geçmiş TFRS finansal raporundan alınmıştır. Buna ilaveten, Gelir Yaklaşımı’na tabi olmayan Anel Elektrik’in altındaki diğer şirketler ile Anel Telekom’un değerlendirme çalışmasında bağımsız denetimden geçmiş düzeltilmiş konsolide TFRS finansal tabloları dikkate alınmıştır.
Kurumlar Vergisi	<p>Katar veya Körfez İşbirliği Konseyi (“KİK”) vatandaşlarının, tamamına sahip olduğu bir varlık üzerinden elde edilen gelirlerden, kurumlar vergisi tahsil edilmemektedir. Katar’da faaliyet gösteren ortak girişimler için ise müşterek yönetime tabi bulunan ortak girişimin vergi yükümlülüğü, yabancı ortakların payına bağlıdır. Bu kapsamda, Anelmep’in ortaklık yapısı incelendiğinde %49 oranında yabancı ortaklık payının bulunmasından dolayı, Anelmep’in vergi öncesi dönem karı, %4,9 efektif vergi oranı ile vergilendirilmektedir.</p> <p>Birleşik Arap Emirlikleri’nde kurumlar vergisi olmaması nedeni ile, Anel Emirates için vergi gideri tahmin edilmemiştir.</p> <p>Bulgaristan’da faaliyet gösteren EKB, Golden Sun ve DAG-08 için ülkedeki kurumlar vergisi oranı olan %10 kullanılmıştır.</p> <p>Türkiye’de faaliyet gösteren Anel Elektrik ve Anelmarin için kurumlar vergisi oranı ise %20 olarak dikkate alınmıştır.</p>
Temettü Dağıtım	Şirket yönetimi tarafından KAP’ta yayımlanan 24 Ağustos 2017 tarihli Olağan Genel Kurul Toplantısı kararları dikkate alındığında, Anel Elektrik’in 2016 yıl sonu konsolide finansal tablolarında yer alan dönem karı üzerinden toplamda 11.967.800 TL (stopaj dahil) tutarında temettü dağıtılacağı anlaşılmaktadır. Temettü tutarının 20 Eylül 2017 tarihinden itibaren hissedarlara dağıtılmasına karar verilmiştir. Değerleme çalışması kapsamında ilgili temettü tutarı net borç olarak dikkate alınmış ve Anel Elektrik’in hisse değerinden düşülmüştür.

Rapor İncelenirken Dikkat Edilmesi Gereken Konular (5/5)

Enerji İş Kolu

Elektrik Satın Alma Garantisi ve Fiyat

Bulgaristan’da faaliyet göstermekte olan GES’lerin faaliyete başladıktan sonra 20 yıl süre ile 485,6 Bulgar Levası (“BGN”)/MWs üzerinden elektrik satın garantisi bulunmaktadır. Golden Sun Ltd. (“Golden Sun”), DAG-o8 Ltd. (“DAG-o8”) ve Energiyna Kompania Bonev Ltd. (“EKB”) için satın alma garantisi miktarları, fiyatları ve süreleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Bulgaristan’daki mevzuat uyarınca elektrik üretim şirketlerine lisans süreleri hakkında herhangi bir kısıtlama getirilmemektedir. Bununla birlikte, elektrik üretim şirketlerinin değerlemesinde dikkate alınan projeksiyon periyodu, satın alma garantisi sonrasında oluşabilecek belirsizliklerin (fiyat, talep vs.) göz önünde bulundurulmasıyla satın alma garantisinin sona erdiği yıl olan 2032 ile sınırlandırılmıştır.

Şirket Adı	Satın Alma Garantisi (MWs)	Bitiş Süresi (EURO/MWs)	Fiyat
Golden Sun	1.782	23/05/2032	248,2
DAG	2.780	19/06/2032	248,2
EKB	1.782	20/06/2032	248,2

Piyasaya Yapılan Satışlar

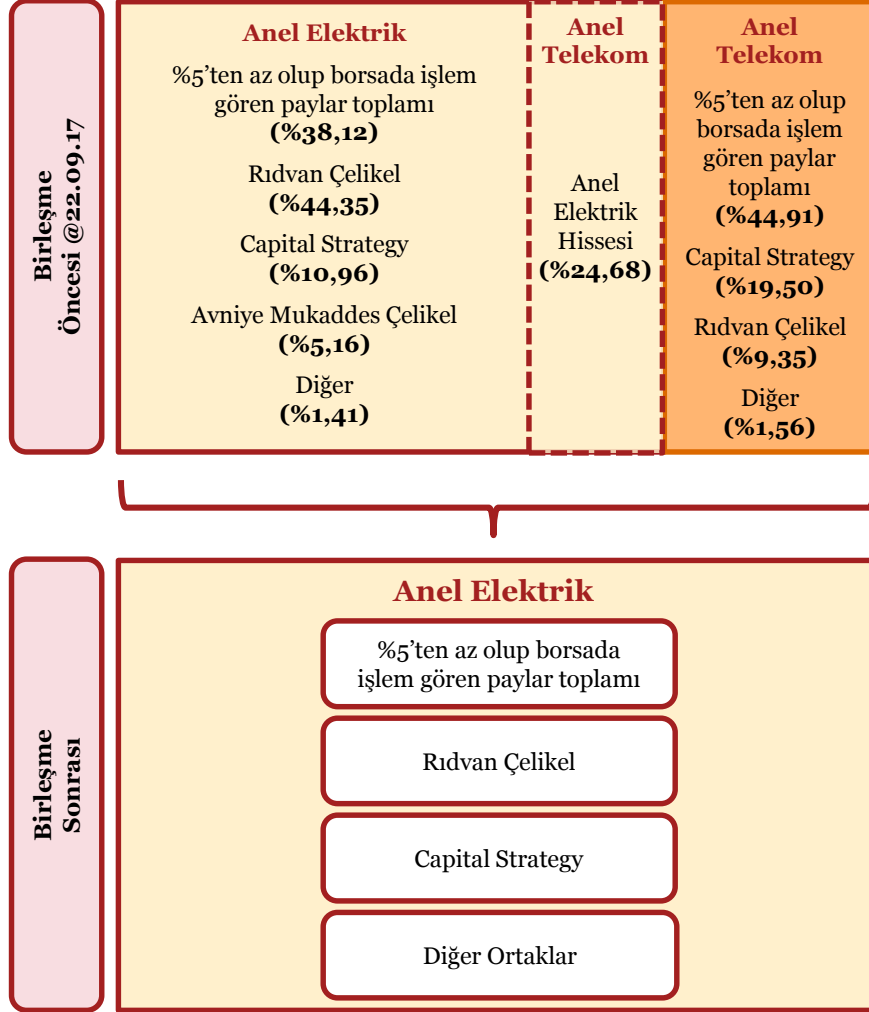
Golden Sun, DAG ve EKB satın alma garantisi üzerindeki üretimini ikili anlaşmalar ile piyasaya satabilmektedir. Satın alma garantisinin üzerinde üretim olduğu yıllarda geçmiş yıllardaki serbest satış fiyatları da göz önünde bulundurulmuş ve serbest satışlardan elde edilen gelirler modele yansıtılmıştır. Fakat alım garantisi fiyat tablosuna kıyasla serbest piyasa elektrik satış fiyatlarının göreceli olarak düşük olması nedeni ile, her üç şirkete ait gelirlerin büyük bölümü satın alma garantisi kapsamında yapılan satışlardan oluşmaktadır.

Degradasyon

Uzun süreler güneş ışığına maruz kalan panellerini yıpranmakta ve verimleri düşmektedir. Degradasyon olarak adlandırılan bu yıpranmadan kaynaklanan verimlilik kaybı yıllık %0,8 seviyesindedir.

Yönetici Özeti

Değerlemenin Amacı ve Ortaklık Yapısı



Değerlemenin Amacı

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Anel Elektrik ve Anel Telekom'un hisselerinin ayrı ayrı "Makul Piyasa Değeri"nin tahmin edilmesinde ve Anel Elektrik ile Anel Telekom hisselerinin, Anel Elektrik çatısı altında birleşmelerine ilişkin SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca, uygun birleşme ve değişirme oranlarının hesaplanmasında Şirket yönetimine yardımcı olmaktadır.

Ortaklık Yapıları

Yandaki diyagramda Anel Elektrik ve Anel Telekom'un ortaklık yapıları ve birleşme oranı hesaplamasına baz olan oranlar gösterilmiştir.

Birleşmeye konu olan şirketler Anel Elektrik ve Anel Elektrik'in %24,68 hissesine sahip olduğu Anel Telekom'dur.

Değerleme çalışmasında kullanılan Anel Elektrik hisse değeri; Anel Elektrik'in Anel Telekom dahil tüm İştirakler ile Bağlı Ortaklıklar'dan oluşan değerini ifade etmektedir. Anel Elektrik'in Anel Telekom dışında, iki iştiraki ve dokuz adet bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

Çalışmada kullanılan Anel Telekom hisse değeri ise Anel Telekom'un, Anel Elektrik hariç üçüncü şahıslar payımı oluşturan %75,32 oranındaki hisselerin değerlerinden oluşmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (1/2)

Kullanılan Yöntemler

Hisse birleşmesi çalışması kapsamında kullanılan yöntemler arasında sırasıyla; Net Varlık, Piyasa, Gelir ve Borsa yaklaşımları bulunmaktadır. Belirtilen yöntemlerin ağırlıklandırılması neticesinde, birleşme oranları ve birleşme sonrası oluşacak sermaye yapısı belirlenmiştir.

Birleşme Oranı (%)		Anel Elektrik			
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	%91,13499	%94,72264	%94,56312	
	Borsa Yaklaşımı				%84,64340

Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		Anel Elektrik			
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	120.700.075	116.128.526	116.324.421	
	Borsa Yaklaşımı				129.956.980

Artırılacak Sermaye (TL)		Anel Elektrik			
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	10.700.075	6.128.526	6.324.421	
	Borsa Yaklaşımı				19.956.980

Kullanılan Yöntemler

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, Anel Elektrik çatısı altında hisselerinin birleşmesine ilişkin çalışmamız kapsamında belirtilmekte olan değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygulanması neticesinde birleşme oranları ve birleşme sonrası ortaya çıkması muhtemel sermaye yapıları yandaki tabloda belirtilmiştir.

Anel Elektrik'in makul hisse değerinin tahmini için sırasıyla; Net Varlık, Piyasa, Gelir ve Borsa yaklaşımları kullanılmıştır.

Anel Telekom'un makul hisse değerinin tahmini için ise sırasıyla; Net Varlık ve Borsa yaklaşımları kullanılmıştır. Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından, Gelir ve Piyasa yaklaşımları Anel Telekom'un makul hisse değerinin tahmininde dikkate alınmamıştır.

Net Varlık Yaklaşımı altında Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, 30 Haziran 2017 itibarıyla, "ANEL" markalarının yeniden değerlemesi ve 20 Eylül 2017 tarihinde dağıtılan temettü tutarından doğan değer değişimlerinin yansıtıldığı TFRS'ye uyumlu konsolide finansal tablolarında yer alan özsermaye tutarları dikkate alınmıştır.

Piyasa Yaklaşımı altında uygulanan Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi neticesinde; taahhüt sektöründe Anel Elektrik ile benzer faaliyetlerde bulunan şirketler ve sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerden oluşan FAVÖK çarpanlarının ortalamaları incelenmiştir.

Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi ve devam eden dönemde Anel Elektrik'in serbest nakit akımları tahmin edilmiş ve risk profiline uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir.

Borsa Yaklaşımı altında; SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" (Seri: I, No: 31) madde 7 uyarınca, değerlendirme tarihi itibarıyla son bir yıl içerisinde her bir işlem günündeki işlem hacmi ile ağırlıklandırılarak Anel Elektrik ve Anel Telekom'un makul hisse değerleri hesaplanmıştır.

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (2/2)

Seçilen Yöntem

Seçilen yöntem kapsamında; Net Varlık, Piyasa ve Gelir Yaklaşımlarına sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlık verilmiştir. Çalışmamız sonucunda %93,32247 birleşme oranı ve birleşme sonrası 117.870.867 TL sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Bu kapsamda arttırılacak sermaye tutarı 7.870.867 TL'dir.

Birleşme Oranı (%)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	%91,13499	%94,72264	%94,56312		%93,32247
	Borsa Yaklaşımı				%84,64340	
Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	120.700.075	116.128.526	116.324.421		117.870.867
	Borsa Yaklaşımı				129.956.980	
Artırılacak Sermaye (TL)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	10.700.075	6.128.526	6.324.421		7.870.867
	Borsa Yaklaşımı				19.956.980	
Ağırlıklandırma Oranı (%)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Yaklaşımı	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	50%	25%	25%		
	Borsa Yaklaşımı				0%	

Seçilen Yöntem

Anel Elektrik'in geçmiş dönem Backlog seviyesinin büyük hacimli işlerden oluşması, bunun yanı sıra gelecek dönemlere ilişkin gelir tahminlerinin, şirket operasyonların bulunduğu ülke koşullarına fazlasıyla bağlı olması ve finansal gerçekleşme ile tahminler arasında önemli seviyede farkların oluşması sebebiyle; **Gelir Yaklaşımı** %25 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Anel Elektrik ile benzer şirketlerin faaliyet gösterdikleri pazarlar ve sunulan hizmetlerin birebir karşılaştırılabilir olmaması ve sürdürülebilir FAVÖK seviyesinin tahmin edilmesinde karşılaşılan güçlükler (Gelir Yaklaşımı'nda belirtildiği gibi) nedeniyle **Piyasa Yaklaşımı**'na %25 ağırlık verilmiştir.

Anel Telekom'un aktif bir faaliyetinin olmaması; bunun yanı sıra Anel Elektrik için ise Gelir ve Piyasa Yaklaşımı'nda belirtilen hususlar dikkate alındığında, hisse değerlerini en makul ve adil şekilde yansıtacağı öngörüsü ile **Net Varlık Yaklaşımı**'na çalışmamız kapsamında %50 ağırlık verilmiştir.

Çalışmamız kapsamında **Borsa Yaklaşımı**'na, Anel Telekom'un 1 Aralık 2016 itibarıyla Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmesi ve Anel Elektrik'in ise hisse fiyatının Şirket'in operasyonel değerini yansıtmadığı öngörüsü altında yer verilmemiştir.

Seçilen yönteme göre hesaplanan %93,32247 birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak 117.870.867 TL sermaye tutarının adil ve makul olduğunu düşünmekteyiz. Bu kapsamda arttırılacak sermaye tutarı 7.870.867 TL'dir.

Anel Elektrik çatısı altında gerçekleşecek birleşme neticesinde; 100 adet Anel Telekom hissesine karşılık 20,90 adet Anel Elektrik hissesi verilmesi öngörülmektedir.

Kaynak: PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları Seçilen Yöntem

30 Haziran 2017 itibarıyla, birleşme sonrası Anel Elektrik'in hisse değeri **509m TL** olarak tahmin edilmiştir.

Anel Elektrik Altında Birleşme Sonrası Hisse Değeri

TL

Anel Elektrik Hisse Değeri	474.629.716	C
Anel Telekom Hisse Değeri	33.961.341	B
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	508.591.057	

Anel Elektrik Hisse Değeri

TL

Anel Elektrik Solo Hisse Değeri	463.504.222
Anel Telekom (Anel Elektrik Payı)	11.125.494 A
Anel Elektrik Düzeltmiş Hisse Değeri	474.629.716 C

Anel Telekom Hisse Değeri

TL

Anel Telekom Hisse Değeri	45.086.835
Anel Elektrik Ortaklık Oranı %	%24,68
Anel Elektrik Payı	11.125.494 A
Anel Telekom (Üçüncü Şahıslar Payı)	33.961.341 B

Değerleme Sonuçları

Anel Elektrik'in, Anel Telekom'da yer alan **11.125.494 TL** tutarındaki **%24,68** payı hariç solo hisse değeri **463.504.222 TL**'dir.

Anel Elektrik'e ait Anel Telekom hisseleri dikkate alındığında Anel Elektrik'in düzeltilmiş hisse değeri **474.629.716 TL** olmaktadır.

Anel Elektrik'in düzeltilmiş hisse değerine, Anel Telekom'un yalnızca üçüncü şahıslar payından oluşan **33.961.341 TL** tutarındaki hisse değerinin eklenmesiyle birlikte, Anel Elektrik'in 30 Haziran 2017 itibarıyla, birleşme sonrası makul hisse değeri **508.591.057 TL** olarak tahmin edilmiştir.

Birleşme Sonrası Hisse Değeri Hesaplamaları

A Anel Elektrik'in Anel Telekom'daki payı:
 $45.086.835 * \%24,68 = 11.125.494 \text{ TL}$

B Anel Telekom'un üçüncü şahıslar payı:
 $45.086.835 - \text{A} = 33.961.341 \text{ TL}$

C Anel Elektrik düzeltilmiş hisse değeri:
 $463.504.222 + \text{A} = 474.629.716 \text{ TL}$

= Birleşme sonrası hisse değeri: **B + C = 508.591.057 TL**

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme) Seçilen Yöntem

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	474.629.716	[463.504.222 + (45.086.835 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	33.961.341	(45.086.835 x %75,32)
Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	110.000.000	(110.000.000 x %100,0)
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	37.662.148	(50.000.000 x %75,32)

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{474.629.716}{474.629.716 + 33.961.341}$	=	%93,32247
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%93,32247}$	=	117.870.867
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	117.870.867 - 110.000.000	=	7.870.867
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{7.870.867}{37.662.148}$	=	%20,89862

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in ödenmiş sermayesi 110m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **7.870.867 TL**'dir.

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	463.504.222
Anel Telekom	45.086.835
Toplam	508.591.057

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı				Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Ödenmiş Sermaye (TL)		Pay Oranı		Ödenmiş Sermaye (TL)	Pay Oranı
	Anel Elektrik	Anel Telekom	Anel Elektrik	Anel Telekom		
Rıdvan Çelikel	48.780.773	4.674.597	%44,35	%9,35	49.757.699	%42,21
Borsada İşlem Gören %5'ten Düşük Paylar	41.936.921	22.453.507	%38,12	%44,91	46.629.393	%39,56
Capital Strategy Funds - Opportunistic Portfolio	12.057.872	4.876.314	%10,96	%9,75	13.076.954	%11,09
Avniye Mukaddes Çelikel	5.677.039	560.000	%5,16	%1,12	5.794.071	%4,92
Borsaya Kapalı Diğer Ortaklar	1.547.395	222.000	%1,41	%0,44	1.593.790	%1,35
Capital Strategy Funds Spc	-	4.875.730	%0,00	%9,75	1.018.960	%0,86
Anel Elektrik Proje Taah.Tic Ve San.AŞ.	-	12.337.852	%0,00	%24,68	-	%0,00
Toplam	110.000.000	50.000.000	%100,00	%100,00	117.870.867	%100,00

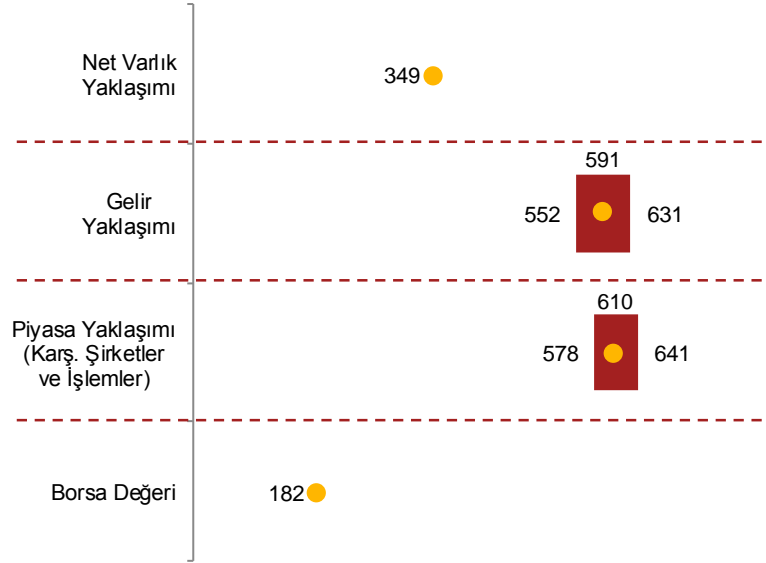
Anel Elektrik ile Anel Telekom'un, Anel Elektrik çatısı altında birleşmesi sonucunda oluşacak sermaye yapısı ve her iki şirketin birleşme öncesi sermaye yapılarını gösteren tablolar yukarıda sunulmuştur. Şirket yönetimi tarafından sunulmuş olan birleşme öncesi ortaklık yapısı 22 Eylül 2017 tarihlidir.

Değerleme Sonuçları

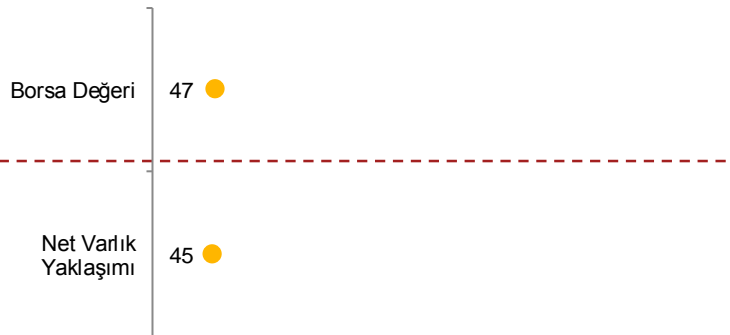
Anel Elektrik & Anel Telekom

30 Haziran 2017 itibarıyla Anel Elektrik'in toplam hisse değeri Net Varlık Yaklaşımı'na göre **349m TL**, Gelir Yaklaşımı'na göre **552m TL** ile **631m TL** ve Piyasa Yaklaşımı'na göre **578m TL** ile **641m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Hisse Değeri – Anel Elektrik (m TL)



Hisse Değeri – Anel Telekom (m TL)



Değerleme Yöntemleri

Net Varlık Yaklaşımı: Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, 30 Haziran 2017 itibarıyla TFRS finansallarında yer alan özsermaye tutarları ve değerlendirme raporunun ilerleyen bölümlerinde belirtilen düzeltmeler dikkate alınarak Net Varlık Değeri hesaplanmıştır.

Gelir Yaklaşımı: Anel Elektrik'in hisse değeri tahmini kapsamında Gelir Yaklaşımı altında İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") yöntemi uygulanmıştır. Bu kapsamda projeksiyon dönemi ve devam eden dönemde Anel Elektrik'in serbest nakit akımları tahmin edilmiş ve risk profiline uygun bir ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti ile net bugünkü değerine indirgenmiştir. Öte yandan, Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından Gelir Yaklaşımı uygulanmamıştır.

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler): Bu yöntemde taahhüt sektöründe Anel Elektrik ile benzer faaliyetlerde bulunan şirketler ile sektöre özgü geçmişte gerçekleşmiş işlemlerde oluşan FAVÖK çarpanlarının ortalamaları incelenmiştir. Diğer taraftan, Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından Piyasa Yaklaşımı uygulanmamıştır.

Borsa Değeri: Anel Elektrik ve Anel Telekom'un 30 Haziran 2017 itibarıyla günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış olan son 1 yıllık ortalama borsa değerleri incelenmiş, fakat değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı dikkate alındığında 30 Haziran 2017 itibarıyla Anel Elektrik ve Anel Telekom'un konsolide TFRS mali tablolarına baz oluşturan düzeltilmiş(*) özsermaye tutarları sırasıyla **349m TL** ve **45m TL**'dir.

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un 30 Haziran 2017 itibarıyla 1 yıllık gerçekleşmiş günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış borsa değerleri sırasıyla **182m TL** ve **47m TL**'dir.

Piyasa Yaklaşımı altında yer alan Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler Analizi sonucunda Anel Elektrik'in hisse değeri **578m TL** ile **641m TL** aralığında öngörülmektedir.

Gelir Yaklaşımı'na göre Anel Elektrik'in değerlendirme tarihi itibarıyla hisse değerinin **552m TL** ile **631m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

(*) "ANEL" markalarının yeniden değerlendirilmesi ve 20 Eylül 2017 tarihli temettü ödemesinden kaynaklanan değer değişimi dikkate alınmıştır.

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı – Anel Elektrik

Anel Elektrik'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermaye tutarı 361m TL olup, Anel Telekom'a ait "ANEL" markalarından gelen değer artışı ve 20 Eylül 2017 tarihinde dağıtılan temettü tutarı dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **349m TL**'dir.

Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

(m TL)	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	110,0
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	1,4
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüse veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	(9,1)
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları (*)	(1,3)
Yabancı Para Çevrim Farkı	76,0
Yasal Yedekler	10,4
Diğer Özkaynak Payları	(39,2)
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	173,3
Dönem Karı (Zararı)	39,5
Toplam Özsermaye	361,0
"ANEL" Markaları Değer Artışı Payı (%24,68)	0,1
Dağıtılan Temettü @20.09.17	(12,0)
Toplam Düzeltilmiş Özsermaye	349,1

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in 110,0m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 110.000.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Anel Elektrik'in değerlendirme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermaye tutarı **361m TL** olup, Anel Telekom'un varlıkları arasında yer alan markalara ilişkin yapılan yeniden değerlendirme çalışması ve 20 Eylül 2017 itibarıyla dağıtılan temettü tutarından kaynaklı değer değişimleri dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **349m TL**'dir.

Aşağıda belirtilmekte olan sebepler nedeniyle, Net Varlık Yaklaşımı'na çalışmamız kapsamında **%50** ağırlık verilmiştir:

- Geçmiş Backlog seviyesinin tek seferlik büyük hacimli işlerden oluşması ve gelecek dönemde benzer çaptaki projelerin alınma ihtimalinin belirsiz olması,
- Gelecek dönem proje gelirleri, operasyonların bulunduğu ülkelerin koşullarına fazlasıyla bağlı olması,
- Bütçelenen proje kar marjları ile gerçekleşen kar marjlarının pozitif veya negatif yönde farklı olması.

Kaynak: Anel Elektrik 30 Haziran 2017 TFRS raporu, PwC Analizi
(*) Yeniden değerlendirme kazançları, TFRS finansal tablolarından alınmış olup, değerlendirme kapsamında herhangi bir ilave çalışmaya tabi tutulmamıştır.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı – Anel Elektrik

Gelir Yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Anel Elektrik'in hisse değeri 552m TL ile 631m TL aralığında tahmin edilmiştir.

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek	Hisse %
Elektrik Taahhüt İş Kolu	496,5	532,3	570,6	
Anel Elektrik (Solo)	68,7	69,9	71,0	%100,0
Anelmarin	4,3	4,6	4,9	%93,0
Anelmep	148,0	169,9	193,0	%100,0
Anel Emirates	275,5	287,9	301,7	%100,0
Enerji İş Kolu	28,9	32,2	34,6	
Dag-08 Ood	14,0	16,3	17,6	%100,0
Golden Sun Ood	9,8	10,5	11,4	%100,0
EKB (Energinia Compania)	5,0	5,4	5,6	%50,0
Toplam Şirket Değeri	525,4	564,5	605,2	
Net Nakit/(Borç) (*)	(0,1)	(0,1)	(0,1)	
Anel Elektrik (Solo)	(22,5)	(22,5)	(22,5)	%100,0
Anelmarin	3,4	3,4	3,4	%93,0
Anelmep	145,6	145,6	145,6	%100,0
Anel Emirates	(90,7)	(90,7)	(90,7)	%100,0
Dag-08 Ood	(18,9)	(18,9)	(18,9)	%100,0
Golden Sun Ood	(12,5)	(12,5)	(12,5)	%100,0
EKB (Energinia Compania)	(4,5)	(4,5)	(4,5)	%50,0
Toplam Hisse Değeri	525,3	564,4	605,1	
Operasyonel Olmayan Varlıklar	32,2	32,2	32,2	
Anel Telekom (Konsolide)	11,1	11,1	11,1	%24,7
Anel Yapı	46,7	46,7	46,7	%47,5
Anel Enerji	(8,5)	(8,5)	(8,5)	%71,7
Anel Dar Libya	0,0	0,0	0,0	%65,0
Anel Engineering (ITK)	(17,4)	(17,4)	(17,4)	%100,0
Anelmep TR	0,2	0,2	0,2	%100,0
Dağıtılan Temettü @20.09.17	(12,0)	(12,0)	(12,0)	
UCLH Londra Sözleşme Değeri (**)	6,0	6,0	6,0	
Toplam Düzeltilmiş Hisse Değeri	551,6	590,7	631,4	

Duyarlılık analizi, yandaki tabloda belirtilen Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler için ayrı ayrı uygulanmış olup, Gelir Yaklaşımı kapsamında İNA yöntemi uygulanamayan ve özkaynak yöntemi ile değerlendirilen iştirakler için ise herhangi bir duyarlılık analizi yapılmamıştır.

Elektrik Taahhüt İş Kolu için:

Brüt Kar Marjı: Şirket'in devam eden projeleri ile projeksiyon döneminde gerçekleştirmeyi hedeflediği projeleri için öngörülen brüt kar marjının 50 baz puan daha yüksek veya daha düşük gerçekleşmesi,

AOSM: Tahminlerin projeksiyon dönemi boyunca baz durumuna göre 100 baz puan yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi,

Faaliyet Giderleri: Baz beklentiye göre %5 yüksek veya düşük gerçekleşmesi,

Hedeflenen Projelerin Gelirleri: Projeksiyon dönemi için hedeflenen Backlog seviyesinin %10 daha düşük veya daha yüksek gerçekleşmesi,

Uzun Vadeli Büyüme Oranı ("UVBO"): Baz duruma göre 100 baz puan düşük veya yüksek olarak gerçekleşmesi varsayımı altında duyarlılık analizi uygulanmıştır.

Enerji İş Kolu için:

AOSM: Tahminlerin projeksiyon dönemi boyunca baz durumuna göre 100 baz puan yüksek veya düşük olarak gerçekleşmesi,

Kapasite Kullanım Oranı ("KKO"): Baz duruma göre 200 baz puan daha yüksek veya düşük gerçekleşmesi,

Enflasyon: Projeksiyon dönemi için Bulgaristan yıllık enflasyon tahminlerinin 100 baz puan daha düşük veya yüksek gerçekleşmesi,

Serbest Piyasa Satılan Elektrik Fiyatı: Baz tahminlere göre %5 daha yüksek veya düşük gerçekleşmesi varsayımı altında duyarlılık analizi uygulanmıştır.

Gelir Yaklaşımı'na çalışmamız kapsamında %25 ağırlık verilmiş olup, Anel Elektrik'in hisse değeri 552m TL ile 631m TL arasında tahmin edilmiştir.

(*) 30 Haziran 2017 itibarıyla TFRS mali tablolarda yer alan operasyonel olmayan iştirakler dışında kalan ve azınlık paylarından arındırılmış net borç pozisyonunu temsil etmektedir.

(**) Anel Elektrik altında tamamlanması planlanan projeye ait nakit akımlarının net bugünkü değeri.

Değerleme Sonuçları

Piyasa Yaklaşımı – Anel Elektrik (Karşılaştırılabilir Şirketler & İşlemler)

Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi sonucunda Anel Elektrik'in hisse değeri **578m TL** ile **641m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

(m TL)	Yüksek
Konsolide FAVÖK (*)	73,2
ŞD / FAVÖK (2017 Tahmini)	8,5x
Şirket Değeri	621,9
Net Nakit / (Borç) (**)	(27,2)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştirakler	58,7
Dağıtılan Temettü @20.09.17	(12,0)
Hisse Değeri	641,3

Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

(m TL)	Düşük
Konsolide FAVÖK (*)	73,2
ŞD / FAVÖK	7,6x
Şirket Değeri	558,3
Net Nakit / (Borç) (**)	(27,2)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştirakler	58,7
Dağıtılan Temettü @20.09.17	(12,0)
Hisse Değeri	577,8

Piyasa Yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler ve işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması (**sirasıyla 8,5x ve 7,6x**) ile Anel Elektrik'in konsolide TFRS mali tablolarına baz oluşturan ve azınlık paylarından arındırılmış 30 Haziran 2017 itibarıyla son 12 aylık konsolide FAVÖK ile 2016 yıl sonu FAVÖK tutarlarının ortalaması dikkate alınmıştır. FAVÖK, TFRS finansal tablolarda yer alan esas faaliyet karının üzerine döneme ait amortisman/itfa ile kıdem tazminatı provizyon giderlerinin eklenmesiyle hesaplanmıştır.

Karşılaştırılabilir şirketler ve işlemler seçilirken benzer şirketlerin faaliyet gösterdiği sektör, karlılık ve borçluluk seviyeleri dikkate alınmıştır.

Piyasa Yaklaşımı'nın 3 ana adımı bulunmaktadır:

- Uygun finansal ve operasyonel parametrelerin belirlenmesi,
- Uygun değerlendirme çarpanlarının belirlenmesi,
- Şirket değerine ulaşmak için finansal parametrelere çarpanların uygulanması.

Karşılaştırılabilir Şirket kriterinin belirlenmesinde örnekleme grubunda yer alan şirketlerin FAVÖK marjlarının (%3 - %10 arasında) Anel Elektrik ile benzer olarak gerçekleşmesine dikkat edilmiştir.

Karşılaştırılabilir İşlemler analizinde ise 2014 ve sonrası döneme ait gerçekleşen işlemler baz alınmış olup, işleme dahil olan şirketlerin Anel Elektrik'le aynı sektörde, benzer FAVÖK marjına sahip olmasına dikkat edilmiştir.

Aktif bir operasyonu kalmadığı anlaşıldığından, Anel Telekom, Piyasa Yaklaşımı analizinde dikkate alınmamıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları ve Anel Elektrik için hesaplanan FAVÖK seviyesi dikkate alındığında, Anel Elektrik'in şirket değeri **558m TL** ile **622m TL** aralığında olduğu tahmin edilmiştir. Konsolide net borç, özkaynak yöntemiyle değerlendirilen şirketlere ait net varlık değeri ve 20 Eylül 2017 tarihinde dağıtılan temettü tutarı dikkate alındığında Anel Elektrik'in hisse değeri **578m TL** ile **641m TL** aralığında tahmin edilmiştir. Birebir uygunlukta karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasındaki zorluklardan dolayı Piyasa Yaklaşımı'na çalışmamızda **%25** ağırlık verilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, Mergermarket, Bloomberg, Şirket TFRS raporu, PwC Analizi

(*) Anel Elektrik'in 30 Haziran 2017 ve 30 Haziran 2016 TFRS konsolide mali tablolarında yer alan son 12 aylık FAVÖK ile 2016 yıl sonu FAVÖK ortalaması baz alınarak hesaplanmıştır. Hesaplanan konsolide FAVÖK tutarından azınlık payları çıkarılmıştır.

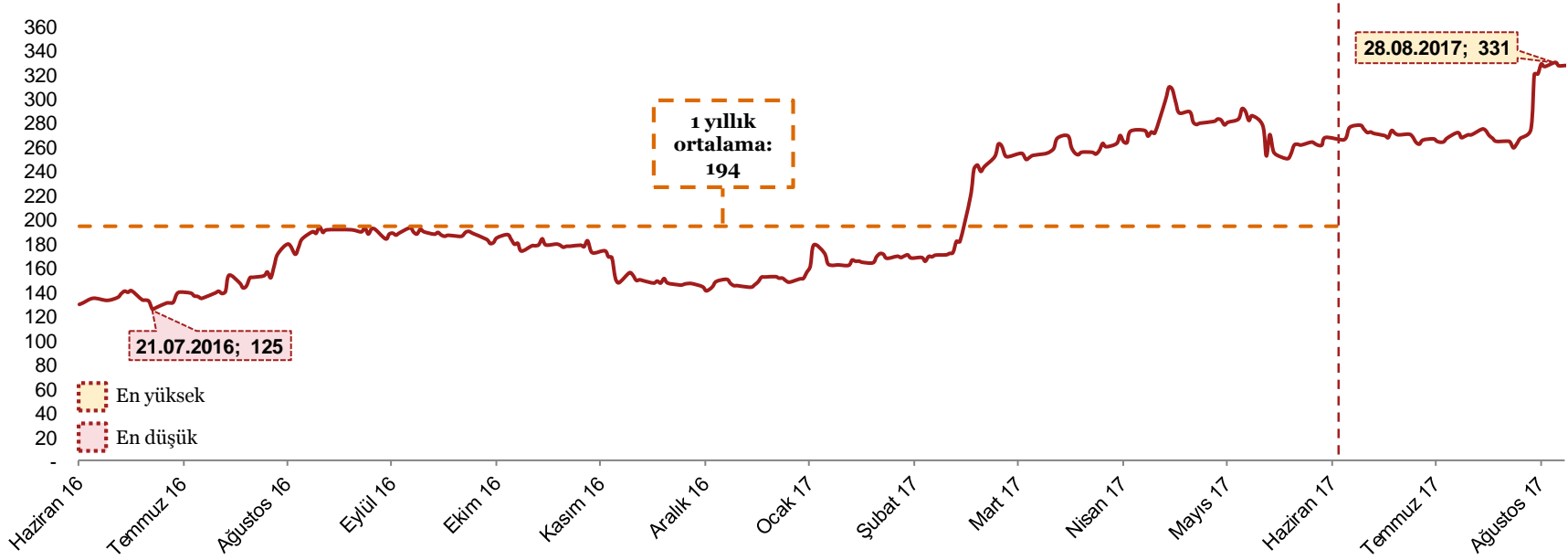
(**) 30 Haziran 2017 itibarıyla TFRS mali tablolarda yer alan operasyonel olmayan iştirakler dahil, azınlık paylarından arındırılmış net borç pozisyonunu temsil etmektedir.

Değerleme Sonuçları

Borsa Değeri – Anel Elektrik

Anel Elektrik'in 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama borsa değeri **194m TL** olup, 20 Eylül 2017 tarihinde dağıtılan temettü tutarı dikkate alındığında düzeltilmiş borsa değeri **182m TL**'dir.

Borsa Değeri (m TL)



(m TL)

Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse Fiyatı (30 Haziran 2016 - 30 Haziran 2017) (TL)	1,77
Toplam Hisse Adedi	110
Borsa Değeri	194,4
Dağıtılan Temettü @20.09.17	(12,0)
Düzeltilmiş Borsa Değeri	182,5

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama piyasa değeri SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" (Seri: I, No: 31) madde 7 uyarınca, son bir yıl içerisinde her bir işlem günündeki işlem hacmi ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Buna göre, Anel Elektrik'in 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı dikkate alındığında oluşan borsa değeri **194m TL**'dir. 20 Eylül 2017 tarihinde dağıtılan temettü dikkate alındığında Anel Elektrik'in düzeltilmiş borsa değeri **182m TL**'dir.

Kaynak: Bloomberg, Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı – Anel Telekom

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Anel Telekom'un değerleme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermaye tutarına, "ANEL" markalarından gelen değer artışı dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **45m TL**'dir.*

Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

(m TL)	30.06.2017
Ödenmiş Sermaye	50,0
Paylara İlişkin Primler (İskontolar)	0,1
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	1,3
Diğer Yedekler (*)	6,7
Yabancı Para Çevrim Farkı	-
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	(13,3)
Dönem Karı / (Zararı)	(0,2)
Toplam Özkaynak	44,6
"ANEL" Markaları Değer Artışı	0,5
Toplam Düzeltilmiş Özkaynak	45,1
Anel Elektrik Payı (%24,68)	11,1

30 Haziran 2017 tarihi itibarıyla Anel Telekom'un 50,0m TL tutarında ödenmiş sermayesi her biri 1,00 TL olmak üzere 50.00.000 adet hisseye ayrılmış şekilde bulunmaktadır.

Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından ve şirket hisselerinin SPK tarafından 1 Aralık 2016 tarihli karar doğrultusunda Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmesi nedeniyle Anel Telekom'un değerleme çalışmasında yalnızca Net Varlık Yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Anel Telekom'un değerleme tarihi itibarıyla TFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermaye tutarı **44,6m TL** olup, maddi olmayan duran varlıkları arasında yer alan markalara ilişkin yapılan yeniden değerlendirme çalışması dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **45,1m TL**'dir.

Bunun yanı sıra Anel Elektrik'in hisse değerinin tahmin edilmesinde uygulanan Gelir Yaklaşımı kapsamında; Anel Telekom'un düzeltilmiş özsermaye tutarı, Anel Elektrik'e ait hisse oranında **(%24,68)** çarpılmıştır. Sonuç olarak, **11,1m TL** tutarındaki özkaynak değeri Gelir Yaklaşımı kapsamında Anel Elektrik'in hisse değerine ilave edilmiştir.

Kaynak: Anel Telekom 30 Haziran 2017 TFRS raporu, PwC Analizi

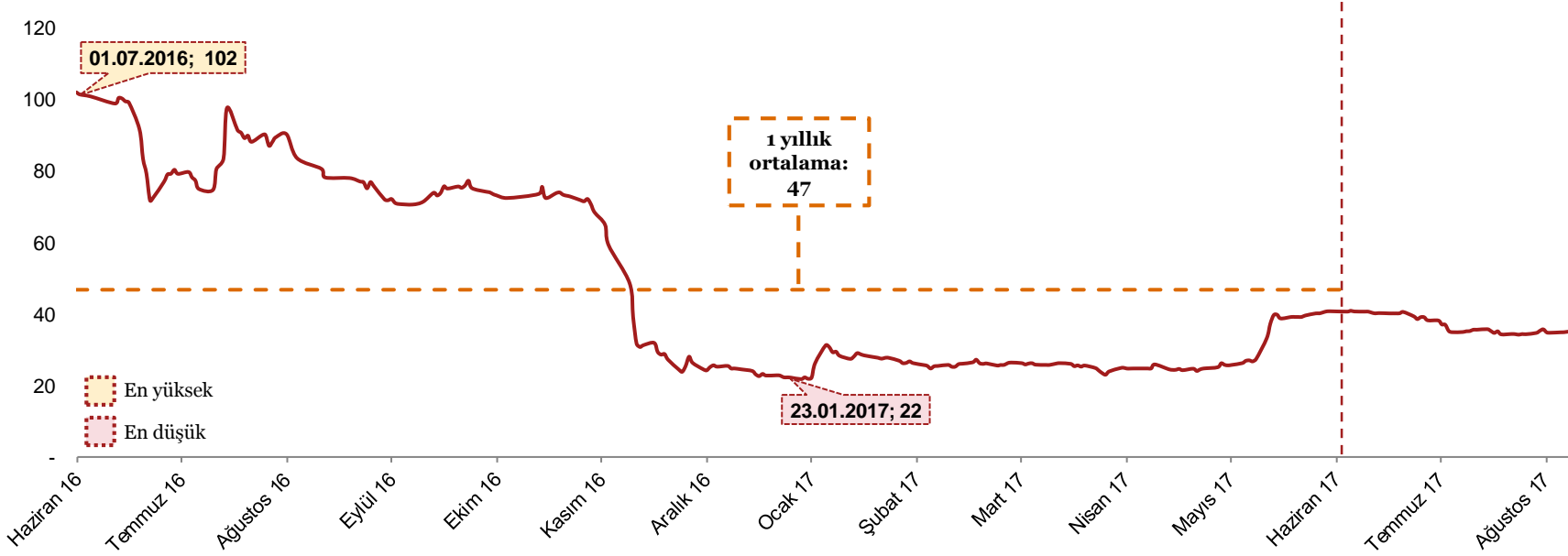
(*) Anel Telekom'un eşzamanlı olarak sermaye artırımını ve azaltımını yapması sonucunda oluşmuştur.

Değerleme Sonuçları

Borsa Değeri – Anel Telekom

Anel Telekom'un 30 Haziran 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama borsa değeri **47m TL**'dir.

Borsa Değeri (m TL)



(m TL)

Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse Fiyatı (30 Haziran 2016 - 30 Haziran 2017) (TL)	0,93
Toplam Hisse Adedi	50
Borsa Değeri	46,7

SPK, 01.12.2016 tarihinde; Anel Telekom'un aktif bir faaliyeti kalmadığı anlaşıldığından, şirket paylarının Acredo Technology BV.'ye satış sürecinin olumsuz sonuçlandığına ilişkin Anel Telekom'un 30.11.2016 tarihli özel durum açıklamasını da dikkate alınarak, Kotasyon Yönergesinin 35/1-c maddesi kapsamında Anel Telekom paylarının Yakın İzleme Pazarı'na alınmasına karar vermiştir.

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama piyasa değeri SPK'nın "Birleşme İşlemlerine İlişkin Esaslar Tebliği" uyarınca, Anel Telekom'un değerlendirme tarihinden önceki son bir yıllık ağırlıklandırılmış hisse fiyatı dikkate alındığında borsa değeri **47m TL**'dir.

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme)

Yöntem: Net Varlık Yaklaşımı (Anel Elektrik) – Net Varlık Yaklaşımı (Anel Telekom)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	349.132.831	[338.007.337 + (45.086.835 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	33.961.341	(45.086.835 x %75,32)
Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	110.000.000	(110.000.000 x %100,0)
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	37.662.148	(50.000.000 x %75,32)

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{349.132.831}{349.132.831 + 33.961.341}$	=	%91,13499
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%91,13499}$	=	120.700.075
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	120.700.075 - 110.000.000	=	10.700.075
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{10.700.075}{37.662.148}$	=	%28,41069

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in ödenmiş sermayesi 110,0m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **10.700.075 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yönteme **%50** ağırlık verilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	338.007.337
Anel Telekom	45.086.835

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme) Yöntem: Gelir Yaklaşımı (Anel Elektrik) – Net Varlık Yaklaşımı (Anel Telekom)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	590.686.134	[579.560.640 + (45.086.835 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	33.961.341	(45.086.835 x %75,32)
Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	110.000.000	(110.000.000 x %100,0)
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	37.662.148	(50.000.000 x %75,32)

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{590.686.134}{590.686.134 + 33.961.341}$	=	%94,56312
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%94,56312}$	=	116.324.421
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	116.324.421 - 110.000.000	=	6.324.421
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{6.324.421}{37.662.148}$	=	%16,79251

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in ödenmiş sermayesi 110,0m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **6.324.421 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yönetime **%25** ağırlık verilmiştir.

Gelir Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	579.560.640
Anel Telekom	45.086.835

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme)

Yöntem: Piyasa Yaklaşımı (Anel Elektrik) – Net Varlık Yaklaşımı (Anel Telekom)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	609.567.068	[598.441.574 + (45.086.835 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	33.961.341	(45.086.835 x %75,32)
Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	110.000.000	(110.000.000 x %100,0)
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	37.662.148	(50.000.000 x %75,32)

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{609.567.068}{609.567.068 + 33.961.341}$	=	%94,72264
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%94,72264}$	=	116.128.526
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	116.128.526 - 110.000.000	=	6.128.526
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{6.128.526}{37.662.148}$	=	%16,27237

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in ödenmiş sermayesi 110,0m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **6.128.526 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yöntemle **%25** ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	598.441.574
Anel Telekom	45.086.835

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme)

Yöntem: Borsa Yaklaşımı (Anel Elektrik) – Borsa Yaklaşımı (Anel Telekom)

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devalan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	194.012.244	[182.481.276 + (46.730.044 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	35.199.077	(46.730.044 x %75,32)
Devalan Ortaklığın (Anel Elektrik) Ödenmiş Sermayesi (C)	=	110.000.000	(110.000.000 x %100,0)
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Ödenmiş Sermayesi (D)	=	37.662.148	(50.000.000 x %75,32)

Birleşme ve Değişirme Oranı (TL)

Birleşme Oranı (E)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{194.012.244}{194.012.244 + 35.199.077}$	=	%84,64340
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%84,64340}$	=	129.956.980
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	129.956.980 - 110.000.000	=	19.956.980
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{19.956.980}{37.662.148}$	=	%52,98949

Yandaki tablolarda yer alan hesaplamalarda arttırılacak sermaye tutarı, değişirme oranları ve birleşme oranı gösterilmiştir. Değerleme tarihi itibarıyla Anel Elektrik'in ödenmiş sermayesi 110,0m TL'dir. Dolayısıyla arttırılacak sermaye **19.956.980 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yöntem dikkate alınmamıştır.

Borsa Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	182.481.276
Anel Telekom	46.730.044



© 2017 PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. Tüm hakları saklıdır. Bu raporda "PwC", her üye şirketi ayrı bir tüzel kişilik olan PricewaterhouseCoopers International Limited'in üye şirketlerinden PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.'yi ifade etmektedir.