

'Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU DOĞU ARAS ENERJİ YATIRIMLARI A.Ş.

'Doğu Aras Fiyat Tespit Raporu' DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Bu rapor, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. ("Şirket" ve/veya "Doğu Aras") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Doğu Aras; Erzurum, Ağrı, Ardahan, Bayburt, Erzincan, Iğdır ve Kars illerini kapsayan bölgede bağlı ortaklıkları olan, Aras EDAŞ ile elektrik dağıtım faaliyetlerini, Aras EPSAŞ ile de elektrik perakende satış faaliyetlerini yürütmektedir.

Aras EDAŞ'ın faaliyetleri, EPDK mevzuatına bağlı olarak sadece yukarıda belirtilen yedi ilin olduğu kendi bölgesi ile sınırlı olmakla beraber, yine aynı mevzuat gereği bu bölgede faaliyet gösteren tek elektrik dağıtım şirketi konumundadır. Aras EPSAŞ ise, görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgesindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yaparken, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın da Türkiye genelindeki serbest müşterilere elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

Şirket, bağlı ortaklıkları ile 31.12.2020 tarihi itibarıyla 2.191.453 nüfusun yaşadığı bölgesinde dağıtım sistemini kullanan 1.059.704 adet tüketiciye elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış hizmeti vermektedir.

2. Şirket'in Operasyonları Hakkında:

Dağıtım şirketlerinin bölgelerinin belirlenmesi ve sorumlu oldukları bölgelerle ilgili dağıtım hakların alması 2006 yılında gerçekleşmiştir. Aras EDAŞ'ın özelleştirilmesi ise 28.06.2013 tarihinde tamamlanmıştır. 31.12.2020 itibarıyla, Aras EDAŞ, 70.457 km²'lik bir coğrafi alanda, 57.674 km'lik dağıtım hat uzunluğu ile 1,06 milyon dağıtım noktasına hizmet vermektedir.

31.12.2020 tarihi itibarıyla Türkiye çapında tüm dağıtım şebekelerine bağlı kullanıcı sayısı 46,1 milyona ulaşmıştır. Aras EDAŞ, 1,06 milyon kullanıcı sayısı ile bu 21 dağıtım şirketi arasında 2020 yılı faturalanan tüketimin dağıtım bölgesi bazında dağılımına bakıldığında, Aras EDAŞ, 2.776.150,04 MWh fatura edilmiş tüketim miktarı ile dağıtım bölgeleri arasında 19. sırada yer almaktadır.

2020 yılı sonunda 21 dağıtım şirketinin toplam hat uzunluğu 1.204.979 km olup Aras EDAŞ bu şirketler arasında hat uzunluğu bakımından 57.674 km'lik hat uzunluğu ile 10. sırada yer almaktadır.

Dağıtım Bölgesi ve Dağıtım Şebekeleri:

Aşağıdaki tabloda Şirket'in bazı işletme bilgileri gösterilmektedir:

milyon (TL)	2018	2019	2020
Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) ⁽¹⁾	620,69	623,36	613,78
Dağıtım Şebekesi Uzunluğu ⁽²⁾	56.627	56.971	57.674
Bölge Nüfusu ⁽³⁾	2.211.054	2.200.022	2.192.453
Dağıtım Bağlantı Noktası Sayısı ⁽⁴⁾	1.002.743	1.029.869	1.059.704
Dağıtılan Elektrik Miktarı (TWh) ⁽⁵⁾	2,32	2,35	2,40
Trafo Merkezi Sayısı ⁽⁶⁾	13.585	13.734	13.764
Toplam Trafo Kapasitesi (MVA) ⁽⁷⁾	2.978	3.043	3.016

- (1) Yatırımların birim maliyet karşılaştırmasına tabi tutulmasından sonra tespit edilen düzenlenmiş varlık tabanını gösterir.
- (2) Hem yer üstündeki hem de yer altındaki orta ve düşük gerilim hatları da dahil olmak üzere ilgili bölgede işletilen dağıtım ağının toplam uzunluğunu göstermektedir.
- (3) Türkiye İstatistik Kurumu istatistiklerine göre ilgili dağıtım bölgesinde ikamet edenlerin toplam sayısını göstermektedir.
- (4) İlgili bölgede diğer özel tedarikçilerin müşterilerin dağıtım bağlantı noktaları da dahil tüm dağıtım bağlantı noktalarını göstermektedir.
- (5) Şirketin dağıtım şebekesine bağlı olan ve diğer özel tedarikçilerin müşterilerini de kapsayan tüm tüketicilere dağıtılan elektrik miktarlarını göstermektedir.
- (6) TEİAŞ'ın iletim sisteminden ilgili dağıtım sistemine elektriğin dönüştürülmesi için ilgili dağıtım bölgesinde kullanılan trafo merkezlerinin toplam sayısını göstermektedir.
- (7) Dağıtım şebekesinde gerilim dönüştürmek için kullanılan trafoların toplam kurulu gücünü göstermektedir.

Müşteriler:

Aşağıdaki tabloda bölgelere göre ve aşağıdaki belirlenen tarihler itibarıyla Şirket'in müşteri sayıları gösterilmektedir:

	2018	2019	2020	30.06.2021
Toplam Müşteri Sayısı	1.007.230	1.036.138	1.090.571	1.104.752
Serbest Tüketici Sayısı	9	1.643	39.511	33.098
Bölge Dışı Serbest Tüketici Sayısı	193	129	936	1157
Serbest Olmayan Tüketici Sayısı	1.007.028	1.034.366	1.050.124	1.070.497

Kaynak: Şirket

Şirket'in perakende satış şirketi Aras EPSAŞ müşterilerine perakende elektrik satışı yapmaktadır. Şirket, perakende satış şirketinden elektrik satın alan son tüketicileri müşterileri olarak tanımlamaktadır.

Aras EPSAŞ, operasyonel sebeplerden ötürü müşterilerini serbest tüketici olup olmamalarına ve dâhil oldukları müşteri segmentine göre sınıflandırmaktadır.

Başlıca Finansal Göstergeler :

(milyon TL)	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Net Satışlar	1.712,7	2.024,7	2.764,0	1.210,1	2.254,6
Brüt Kar	400,5	460,7	547,8	269,3	308,5
<i>Brüt Kar Marjı</i>	<i>23,4%</i>	<i>22,8%</i>	<i>19,8%</i>	<i>22,3%</i>	<i>13,7%</i>
FAVÖK	392	412	636	282	387
<i>FAVÖK Marjı</i>	<i>22,9%</i>	<i>20,3%</i>	<i>23,0%</i>	<i>23,3%</i>	<i>17,2%</i>
Net Kar	214	428	462	233	301
<i>Net Kar Marjı</i>	<i>12,5%</i>	<i>21,1%</i>	<i>16,7%</i>	<i>19,3%</i>	<i>13,4%</i>
Net Borç	350	178	-96		-71
Net Borç / FAVÖK	0,89x	0,43x	-0,15x		-0,18x

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi için Şirket'in geçmiş finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2021-2036 projeksiyonları kullanılmıştır. Çarpan Analizinde son 12 aylık veriler dikkate alınırken, yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin PD/Net Satış FD/FAVÖK ve F/K çarpanları kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %60, çarpan analizlerine %40 ağırlık verilmiştir.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:**İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)**

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Şirketin en büyük değer kalemi imtiyaz sözleşmesi 2036 yılında sona erecek olan Aras EDAS'tan geldiğinden dolayı projeksiyonlar 2036 yılı sonuna kadar yapılmış ve uç değer hesaplanmamıştır. Şirketin o tarihte henüz itfası gelemeyen imtiyaz sözleşmesi alacakları dışında bir varlığı kalmayacağı varsayılmıştır. 2036 sonrasında itfa edecek alacakların değeri bugüne indirgenerek bulunan değer eklenmiştir.

TL mn	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Düzeltilmiş FAVÖK	997	1.151	1.015	1.131	1.218	1.244	1.326	1.408	1.480	1.566	1470	1.550	1.640	1.740	1.841	1.949
Vergi-Faaliyet Karından (+/-)	46	51	45	50	54	55	58	62	65	69	64	68	72	76	81	85
Yatırım Harcamaları (-)	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
NİS Değişimi (+/-)	215	-19	-45	-3	3	-21	1	-6	2	-2	-7	4	5	5	6	7
Serbest Nakit Akımı - FCFE	827	1220	1104	1184	1268	1319	1382	1476	1542	1636	1540	1613	1706	1810	1916	2028
İskonto Oranı	23,6%	21,9%	19,6%	17,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	13,6%	13,6%	11,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	10,0%
İndirgeme Oranı	1,06	0,87	0,73	0,62	0,53	0,46	0,40	0,35	0,30	0,27	0,24	0,22	0,20	0,18	0,17	0,15

İndirgenmiş Serbest Nakit Akımı	876	1061	802	732	678	610	553	511	470	439	370	353	341	330	318	306
NBD	8.749															
2036 Tasfiye Değeri	1.952															
Birikmiş Alacak Bugünkü Değeri	294															
Toplam	9.043															
Net Borç	- 71															
Toplam Piyasa Değeri	9.114															

Doğu Aras'ın ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devlet Tahvilinin 10 Ekim 2021 tarihi itibarıyla getirisi dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde risksiz faiz oranının kademeli olarak %6 seviyesine kadar düşeceği öngörülmüştür. Borçlanma maliyeti hesaplanırken öngörülen risksiz getiri oranına %3 risk primi eklenmiştir. Hisse senedi risk primi %5,5 ve hisse betası 1,0 olarak kullanılmıştır. Şirket faaliyet gösterdiği bölgede vergi teşviklerinden yararlandığı için etkin vergin oranı olarak son 3 yılın ortalaması olan %4,6 kullanılmıştır. Vergi sonrası borçlanma maliyeti bu orana göre hesaplanmıştır.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036
Risksiz Faiz Oranı	19%	18%	16%	14%	12%	12%	12%	12%	10%	10%	8%	6%	6%	6%	6%	6%
Piyasa Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Sermaye Maliyeti	21%	20%	18%	16%	14%	14%	14%	14%	12%	12%	10%	10%	8%	8%	8%	8%
Borçlanma Oranı	20%	18%	16%	14%	12%	12%	12%	12%	10%	10%	8%	6%	6%	6%	6%	6%
Risk Primi	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Etkin Vergi Oranı	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti	22,4%	20,2%	18,1%	16,2%	14,3%	14,3%	14,3%	14,3%	12,4%	12,4%	10,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Borç/Sermaye Oranı D/(D+E)	44%	49%	55%	59%	60%	59%	60%	60%	60%	60%	62%	63%	63%	61%	59%	50%
AOSM	23,6%	21,9%	19,6%	17,6%	15,6%	15,6%	15,6%	15,6%	13,6%	13,6%	11,6%	9,7%	9,7%	9,7%	9,8%	10,0%

Çarpan Analizi

Doğu Aras'ın özsermaye değeri hesaplanırken şirketlerin PD/Net Satışlar (%60), FD/FAVÖK (%30) ve F/K (%10) çarpanları parantez için de verilen ağırlıklarla kullanılmıştır. Çarpan Analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler incelenmiştir. Yurtdışı Çarpan analizinde şirketler 3 farklı gruba ayrılarak incelenmiştir. Birinci grupta sadece elektrik dağıtım/satış faaliyeti bulunan şirketler, ikinci grupta elektrik dağıtım/satış faaliyetlerini yanında enerji üretim faaliyetleri de bulunan şirketler ve üçüncü grupta ise elektrik sektöründe faaliyet gösteren piyasa değeri yüksek uluslararası faaliyetleri de olan şirketler kullanılmıştır. Bu üç gruba kendi içinde eşit ağırlık verilmiştir. Yurtiçi çarpan analizinde ise Enerjsa dışında benzer şirket bulunmaması nedeniyle içinde az da olsa elektrik dağıtım veya toptan satış faaliyeti de bulunan Ak Enerji, Ayen Enerji, Aydem Enerji ve Zorlu Enerji kullanılmıştır. Çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizlerine sırasıyla %40 ve %60 ağırlık verilmiştir.

Yurtiçi Benzer Şirketler Analizi	
mn TL	Çarpanlar
F/K Çarpanı Yöntemi	9,63
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	8,25

FD/Net Satışlar	2,35	
	<i>Piyasa Değeri</i>	<i>Ağırlık</i>
F/K Çarpanı Yöntemi	7.011,8	30%
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	4.371,8	10%
FD/Net Satışlar	9.021,6	60%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	7.953,7	

Yurtdışı Benzer Şirketler Analizi				
	1.Grup	2.Grup	3.Grup	
F/K Çarpanı Yöntemi	7,17	11,96	9,63	
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	7,81	16,7	17,79	
FD/Net Satışlar	1,45	3,54	2,42	
	<i>Piyasa Değeri (mn TL)</i>			
<i>mn TL</i>	1.Grup	2.Grup	3.Grup	Ağırlık
F/K Çarpanı Yöntemi	5.238,9	8.692,8	7.011,4	30%
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	4.136,2	8.845,2	9.423,7	10%
FD/Net Satışlar	5.611,9	13.570,0	9.299,9	60%
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	5.352,4	11.634,4	8.625,7	
Yurtdışı Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri	8.537,5			

Benzer Şirket Analizi Sonuç		
mn TL	Yurtiçi	Yurtdışı
Nihai Piyasa Çarpan Değeri	7.953,7	8.537,5
Ağırlık	40%	60%
Ağırlıklandırılmış Nihai Piyasa Değeri	8.304,0	

SONUÇ:

Çarpan Analizi (%40) ve İNA (%60) hesaplamalardan çıkan değerlerin ağırlıklandırılması sonucu 8.790,2 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **131,2 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu durumda **110,0 TL** olan arz fiyatına göre %16 iskonto oranı hesaplanmıştır.

Değerleme Yöntemi Sonuç	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL mn)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	9.114,4	60%	5.468,6
Piyasa Çarpan Analizi Yöntemi	8.304,0	40%	3.321,6
Yurtiçi Piyasa Çarpanlarına Göre	7.953,7	40%	3.181,5
F/K Çarpanı Yöntemi	4.371,8	10%	437,2
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	7.011,8	30%	2.103,5
FD/Net Satışlar	9.021,6	60%	5.412,9
Yurtdışı Piyasa Çarpanlarına Göre	8.537,5	60%	5.122,5
F/K Çarpanı Yöntemi	7.468,4	10%	746,8
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	6.981,0	30%	2.094,3
FD/Net Satışlar	9.493,9	60%	5.696,4
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (mn TL)			8.790,2
Nominal Sermaye Tutarı			67,0
Pay Başına Değer			131,20
Halka arz iskontosu			16,0%
Halka arz iskontosu sonrası özsermaye değeri			7.383,8
Halka arz iskontosu sonrası pay başına değer			110,21
Halka Arz Fiyatı			110,00

Doğu Aras için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte;

- İNA analizinde projeksiyon döneminde risksiz faiz oranının %6 seviyesine kadar kademeli olarak düşeceği öngörülmüştür, diğer yandan 2021-2025 arası EPDK tarafından 12,30% olarak belirlenen Düzeltilmiş Reel Makul Getiri Oranının (RMGO) projeksiyon döneminde %10'un altına düşmeyeceği öngörülmüştür. Dolayısıyla şirketin yaptığı yatırımların reel getirisinde (ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine kıyasla) projeksiyon döneminde mevcut duruma kıyasla önemli iyileşme öngörülmüştür.
- Yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizinde ağırlıklı olarak elektrik üretim şirketleri kullanılmıştır. Bazı şirketlerin toptan satış, dağıtım ve perakende gibi faaliyetleri olsa da değerlerinin önemli bir kısmı elektrik üretim faaliyetlerinden gelmektedir. Ayrıca yurtiçi benzer şirket olarak dikkate alınan şirketlerdeki çarpanlar arasında sapmanın da önemli bir seviyede gözlemlenmektedir. Ek olarak, Aydem Enerji faaliyetlerinde elektrik dağıtım ve satışı bulunmamaktadır. Zorlu Enerji'nin faaliyetlerinin ise bir kısmı elektrik dağıtım ve perakende satışından kaynaklanmaktadır. Bu nedenler ışığında, üretim ağırlıklı şirketlerin kullanıldığı çarpan analizinde FD/Net satışlar çarpanına %60 ağırlık verilmesinin doğru bir yaklaşım olmadığı kanaatindeyiz Bu durumun özellikle karlılığı düşük ancak toplam gelirlerin önemli kısmını oluşturan perakende cirosuna atfedilen firma değerini yüksek gösterdiğini düşünüyoruz.
- Şirketin perakende satış gelirleri 6M21'de yıllık %281 artışla 1.810,7 mn TL olmuştur ve 2020 tüm yıl seviyesinin %11 üzerine çıkmıştır. Fiyat tespit raporunda yapılan projeksiyonlarda ise 2022 yılı perakende gelirlerinin %13 gerilemesi öngörülmektedir. Dolayısıyla çarpan analizinde (FD/Net satışlar) baz alınan son 12 aylık satışlarda yüksek baz etkisi olduğunu söylemek mümkün. Bu nedenle de FD/Net satışlar çarpanına yüksek %60 ağırlık verilmesinin doğru bir yaklaşım olmadığı kanaatindeyiz.
- Yukarıda saydığımız iki çekince nedeniyle FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına daha yüksek ağırlık verilmesinin daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz.
- Yurtdışı çarpan analizinde birinci grupta 10, ikinci grupta 50 ve üçüncü grupta 14 olmak üzere toplam 74 şirket kullanılmıştır. Çarpan analizinde kullanılan şirketlerin değerlendirme çarpanları arasındaki en düşük ve en yüksek değer arasındaki farkın ve kullanılan örneklemin değerlendirme çarpanlarının standart sapmasının çok yüksek olduğunu düşünüyoruz. Farklı ülkelerin regülasyonlarına tabi, imtiyaz süreleri değişkenlik gösteren, sektördeki değer zincirinin farklı yerlerinde konumlanan çok sayıda şirketin oluşturduğu medyan değerlendirme çarpanının, Türkiye'nin 7 ilinde faaliyet gösteren, 2036 yılına kadar imtiyaz süresi olan ve yatırımlarının reel getiri oranı EPDK tarafından karar verilen Doğu Aras'ın değerlemesi için bir baz teşkil edebilme gücünün zayıf olduğunu düşünüyoruz.
- Yurtdışı çarpan analizinde uç değerler elemine edilmiştir ancak uç değerlerin nasıl belirlendiğine dair bilgi paylaşılmamıştır. Örneğin üçüncü grup yurtdışı çarpanlarda 36,6x FD/FAVÖK uç değer olarak kabul edilmemişken, 10,7x F/K uç değer olarak kabul edilip elemine edilmiştir.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2021