

Değerleme Hizmetleri

Anel Elektrik Proje Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

Anel Elektrik ve Anel Telekomünikasyon
Birleşmesine İlişkin Uzman Kuruluş Raporu

26 Nisan 2018

Gizli ve Özel





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

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

26 Nisan 2018

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 Sermaye Piyasası Kurulu’nun (“SPK”) Birleşme ve Bölünme Tebliği (II-23.2)’nin 7. maddesi çerçevesinde hazırlanan çalışmanın sonuçları ektedir. Değerleme çalışması rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Bu rapor, Anel Elektrik ve Anel Telekom’un 31 Aralık 2017 tarihi itibarı ile net varlık (özsermaye) yaklaşımı, gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı (borsa değeri dahil) kullanılarak hesaplanan birleşme oranlarını, bu yöntemler içinden birleşme için kullanılacak yöntemin seçilme gerekçesini, seçilen yöntemle göre değişirme oranlarını ve birleşme sonrası ulaşılmaması 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	Anel Elektrik ve Anel Telekom	36
3	Değerleme Analizleri – Anel Elektrik	44
3.1	Gelir Yaklaşımı – Elektrik Taahhüt İş Kolu	45
3.1.1	Anel Elektrik Değerleme Analizi	47
3.1.2	Anelmep M&O Değerleme Analizi	61
3.1.3	Anel Emirates Değerleme Analizi	74
3.1.4	Anelmarin Değerleme Analizi	87
3.1.5	Anel İngiltere Değerleme Analizi	99
3.2	Güneş Enerjisi İş Kolu Değerleme Analizi	104
3.2.1	Golden Sun Değerleme Analizi	105
3.2.2	DAG-08 Ood Değerleme Analizi	117
3.2.3	EKB Değerleme Analizi	128
3.3	Gelir Yaklaşımı - Anel Telekom	139
3.4	Gelir Yaklaşımı – Operasyonel Olmayan Varlıklar	141
3.4.1	Anel Yapı Değerleme Analizi	142
3.4.2	Anel Dar Libya Değerleme Analizi	144
3.4.3	Anel I.T.K Değerleme Analizi	146
3.4.4	Anel Enerji Değerleme Analizi	148
3.5	Piyasa Yaklaşımı	152
3.5.1	Anel Elektrik Piyasa Yaklaşımı	153
3.5.2	Anel Telekom Piyasa Yaklaşımı	156
3.6	Net Varlık Yaklaşımı	157

İçindekiler

3.6.1	Anel Elektrik Değerleme Analizi	158
3.6.2	Anel Telekom Değerleme Analizi	160
4	Birleşme ve Değişirme Oranları	163
Ekler		173
1	Sözleşme	174
2	Bilgi Kaynakları	181
3	Beta	183
4	AOSM	186
5	UFRS Mali Tablolar	191
6	Kısaltmalar	196

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (1/6)

Projenin Kapsamı

Bu rapor Anel Elektrik ile 1 Şubat 2017 tarihinde imzalanan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesine göre; Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, Anel Elektrik çatısı altında birleşme sürecinde, 31 Aralık 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 UFRS 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”)
- Anel BG Ltd. (“Anel BG”)
- 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”)
- Anel Mep Mekanik Elektrik Proje Ltd. Şti. (“Anelmep Türkiye”)*
- Anel Engineering & Contracting Ltd. (“Anel İngiltere”)

Şubeler:

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

Özkaynak Yöntemi ile Değerlenen (“İştirakler”):

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

Anel Telekom Bünyesinde Yer Alan Şirketler

Anel Telekom'un hisse değerinin belirlenmesinde bağımsız denetimden geçmiş **konsolide** UFRS 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”) için ayrı bir değerlendirme çalışması yürütülmemiştir.

Anel Yapı Gayrimenkul A.Ş.'nin (“Anel Yapı”) ise başka faaliyetinin bulunmaması ve varlıklarının %90'ının binalardan oluşması sebebi ile gayrimenkullerinin güncel değerlerinin tespitinde TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporları dikkate alınmış ve Anel Yapı için buna ilave bir değerlendirme çalışması yürütülmemiştir.

Şirket yönetiminden öğrenilen bilgilere göre, rapor tarihi itibarıyla Anel Doğa tasfiye halindedir.

* Anel Mep Mekanik Elektrik Proje Ltd. Şti.'nin 01.08.2017 tarihli Türkiye Ticaret Sicili Gazetesi'ne göre tasfiyesi tescil edilmiştir. 5 Mart 2018 tarihinde tasfiye işlemleri tamamlanmıştır.

Değerleme Çalışmasına İlişkin Genel Bilgiler (3/6)

Kullanılan İş Planları

Değerleme çalışmasına ait varsayımlar ve iş planları; Anel Elektrik'in, bağlı ortaklıkların ve iştiraklerin 2015 – 2017 arasında gerçekleşmiş operasyonel ve finansal sonuçları ile 2018 bütçe çalışmaları baz alınarak Şirket yönetimi tarafından oluşturulmuştur. Değerleme çalışmasında kullanılan varsayımlar ve projeksiyonlar 2018 ve 2022 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 ortaklıkların ve iştiraklerin 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, Anel İngiltere (\$)
- DAG-08, 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 değerlerin 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.

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucunda Anel Telekom'un aktif faaliyeti kalmadığı tarafımıza belirtilmiş ve varlıklarının neredeyse tamamının (%96) Anel Yapı'daki %47,5 iştirakinden oluştuğu görülmüştür. Dolayısıyla Anel Telekom'un değerinin büyük çoğunluğu Anel Yapı'ya ait gayrimenkullerden kaynaklanmaktadır. Anel Telekom'a gelir yaklaşımı uygulanırken TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarındaki gelir yaklaşımlarından yararlanılmıştır. Gelir yaklaşımı uygulanırken gayrimenkullerin değeri üzerinde PwC tarafından ilave bir düzeltme öngörülmemiştir.

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 iştiraklere ait konsolide FAVÖK ile Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi sonucunda elde edilen piyasa çarpanları dikkate alınmıştır.

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler sonucunda Anel Telekom'un aktif faaliyeti kalmadığı tarafımıza belirtilmiş ve varlıklarının neredeyse tamamının (%96) Anel Yapı'daki %47,5 iştirakinden oluştuğu görülmüştür. Dolayısıyla Anel Telekom'un değerinin büyük çoğunluğu Anel Yapı'ya ait gayrimenkullerden kaynaklanmaktadır. Anel Telekom'a piyasa yaklaşımı uygulanırken TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarındaki piyasa yaklaşımlarından yararlanılmıştır. Piyasa yaklaşımı uygulanırken gayrimenkullerin değeri üzerinde PwC tarafından ilave bir düzeltme öngörülmemiştir.

Borsa Değeri

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un halka açık olmaları ve aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisi genel olarak değere yönelik en güçlü kanıt olarak değerlendirilmesi nedeniyle, şirketlerin 31 Aralık 2017 tarihi itibarı ile geriye dönük 12 ay içerisindeki günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama Borsa Değeri değerlendirilmiştir.

➤ Net Varlık (özsermaye) Yaklaşımı

Net varlık yaklaşımında 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, 31 Aralık 2017 tarihi itibarıyla UFRS'ye uygun olarak 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 değerlendirilmesinden doğan değer artışının eklenerek düzeltilmiş net aktif değeri tahmin edilmiştir.

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 2018 – 2022 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 almaktadır.

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.

Sermaye Piyasası Kurulunun III-62.1 Sayılı “Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ” nin 3. maddesi çerçevesinde:

- I. Sermaye piyasası mevzuatı uyarınca yapılan değerlendirme faaliyetlerinde, Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları'na uyulduğunu

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 16 Nisan 2018 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 anlaşılmalı olup; gerek Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler gerek ise konsolidasyon çalışmalarında Anelmep için azınlık payı ayrılması neticesinde; Anel Elektrik'in, Anelmep sermayesindeki etkin pay oranının %100 olduğu anlaşılmıştır.

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 anlaşılmalı olup; gerek Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler gerek ise konsolidasyon çalışmalarında Anel Emirates için azınlık payı ayrılması neticesinde; Anel Elektrik'in, Anel Emirates sermayesindeki etkin pay oranının %100 olduğu anlaşılmıştır.

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 2015, 2016 ve 2017 yıllarında sırasıyla 528m \$, 500m \$ ve 224m \$ olmak üzere ortalama 417m \$ Backlog seviyesine ulaşıldığı anlaşılmaktadır. Yüksek seviyede gerçekleşen Backlog seviyesi, uzun yıllara sari gerçekleşen büyük çaplı taahhüt işlerinden kaynaklanmaktadır. Şirket yönetimi tarafından sağlanan bilgiler doğrultusunda, sektör koşulları göz önünde bulundurulduğunda, yeni projelerden oluşması beklenen Backlog seviyesinin 2018 – 2022 yılları arasında ortalama 121m \$ 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. Dolayısıyla Katar Şube için herhangi bir ilave proje öngörülmemiştir.

UCLH Hastane Londra Projesi

Gelir yaklaşımı kapsamında Anel İngiltere'nin şirket değerine ulaşılmasında yalnızca UCLH projesi dikkate alınmış ve Anel Elektrik yönetiminden elde edilen bilgiler doğrultusunda projelerin devamlılık arz etmeyeceği öngörüsü altında Anel İngiltere için yeni proje öngörülmemiştir.

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 31 Aralık 2017 UFRS finansal tablolarındaki nakdi teminat kesintisi ve ticari alacaklara ilişkin bir tahsilat riskinin olmadığı ve bu alacakların 2018 yıl sonuna kadar tahsil edileceği ifade edilmiştir. Bahsi geçen alacakların tahsil edilememesi durumunda, Anel Elektrik'in şirket değeri önemli ölçüde etkilenebilmektedir. Ayrıca bağımsız denetimden geçmiş konsolide finansal tablolarda bitmiş ve bitmek üzere olan projelerden alacaklara ilişkin herhangi bir şüpheli alacak karşılığı tespit edilememiştir. Bahsi geçen alacakların tahsil edilememesi durumunda, Anel Elektrik'in değeri önemli ölçüde etkilenebilmektedir.

Anel Emirates'e Ait Envanterler

Şirket yönetimi ile yapılan görüşmeler neticesinde, 31 Aralık 2017 itibarıyla Anel Emirates'nin varlıklarında toplam tutarı 42,6m \$ 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 UFRS 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 etkilemektedir.

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 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 Yönergesi'nin ("Yönerge") 35/1-c maddesi kapsamında Anel Telekom paylarının Yakın İzleme Pazarı'na alınmasına karar verilmiştir. Yakın İzleme Pazarında işlem gören paylar, bu pazara alınma nedenlerinin ortadan kalkması, belirli bir şarta bağlı olarak bu pazara alınması halinde belirtilen şartın yerine getirilmesi ve Kotasyon Yönergenin 35 inci maddesinin birinci fıkrasında sayılan diğer durumların oluşmaması kaydıyla, Yönerge'de ilgili pazar için aranan tüm kotasyon şartlarının sağlanması halinde, ortaklığın başvurusu üzerine, şartlarını sağladığı pazara alınabilir.
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	FAVÖK marjında yıllar itibarıyla dalgalanma görülmektedir. Bu nedenle, Piyasa yaklaşımına baz oluşturan FAVÖK seviyesine, bağımsız denetimden geçmiş konsolide UFRS finansal tablolarında belirtilen "Esas Faaliyet Karı" üzerine amortisman giderinin eklenmesiyle ulaşılmıştır. Ayrıca konsolide FAVÖK seviyesi, Anel Elektrik'e konsolide olan şirketlerdeki etkin ortaklık payı oranında hesaplanmıştır.
Net Borç	Gelir ve piyasa yaklaşımı altında, Anel Elektrik'in azınlık paylarından arındırılmış net borçluluğu dikkate alınmıştır. Net borç hesaplanırken 31 Aralık 2017 itibarıyla konsolide UFRS mali tablolara konu olan ilgili finansal borç ve nakit bakiyeleri, azınlık payları oranında indirgindikten sonra Anel Elektrik'in hisse değeri tahmin edilmiştir. Anel Elektrik'in %100 oranında etkin paya sahip olduğu şirketler için ise herhangi bir azınlık payından arındırma yapılmamıştır.
Operasyonel Giderlerin Şirketlere Dağıtımı	Anel Elektrik yönetimi tarafından sağlanan bilgiye göre, 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, finansallarında operasyonel giderlerin düşük seviyede olduğu veya hiç yer almadığı, tüm genel yönetim giderlerinin Anel Elektrik üzerinde olduğu anlaşılmıştır. Makul seviyenin şirket bazında belirlenmesi kapsamında, mevcut faaliyet giderlerinin bağlı ortaklıklara ayrıştırılması ile operasyonel giderler tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda, Anel Elektrik'in 2015, 2016 ve 2017 konsolide UFRS 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 yılı ve öncesi dönemlere ait faaliyet giderleri de rapor içerisinde şirket bazında 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 finansal raporundan alınmıştır. Buna ilaveten, uygulanan net varlık yaklaşımlarında bağımsız denetimden geçmiş düzeltilmiş konsolide UFRS finansal tabloları dikkate alınmıştır.

Kurumlar Vergisi

Katar veya Körfez İşbirliği Konseyi (“KİK”) vatandaşlarının, tamamına sahip olduğu bir varlık üzerinden elde edilen gelirlere, 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.

Birleşik Arap Emirlikleri’nde kurumlar vergisi olmaması nedeniyle, Anel Emirates için vergi gideri tahmin edilmemiştir.

Bulgaristan’da faaliyet gösteren EKB, Golden Sun ve DAG-08 için ülkedeki kurumlar vergisi oranı olan %10 kullanılmıştır.

Türkiye’de faaliyet gösteren Anel Elektrik ve Anelmarin için kurumlar vergisi oranı ise 2018,2019 ve 2020 yılları için %22 olarak, diğer yıllar için ise %20 olarak dikkate alınmıştır.

Mevcut geçmiş yıl zararları dolayısıyla Anel Elektrik’in projeksiyon döneminde kurumlar vergisi ödemeyeceği öngörülmüştür.

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

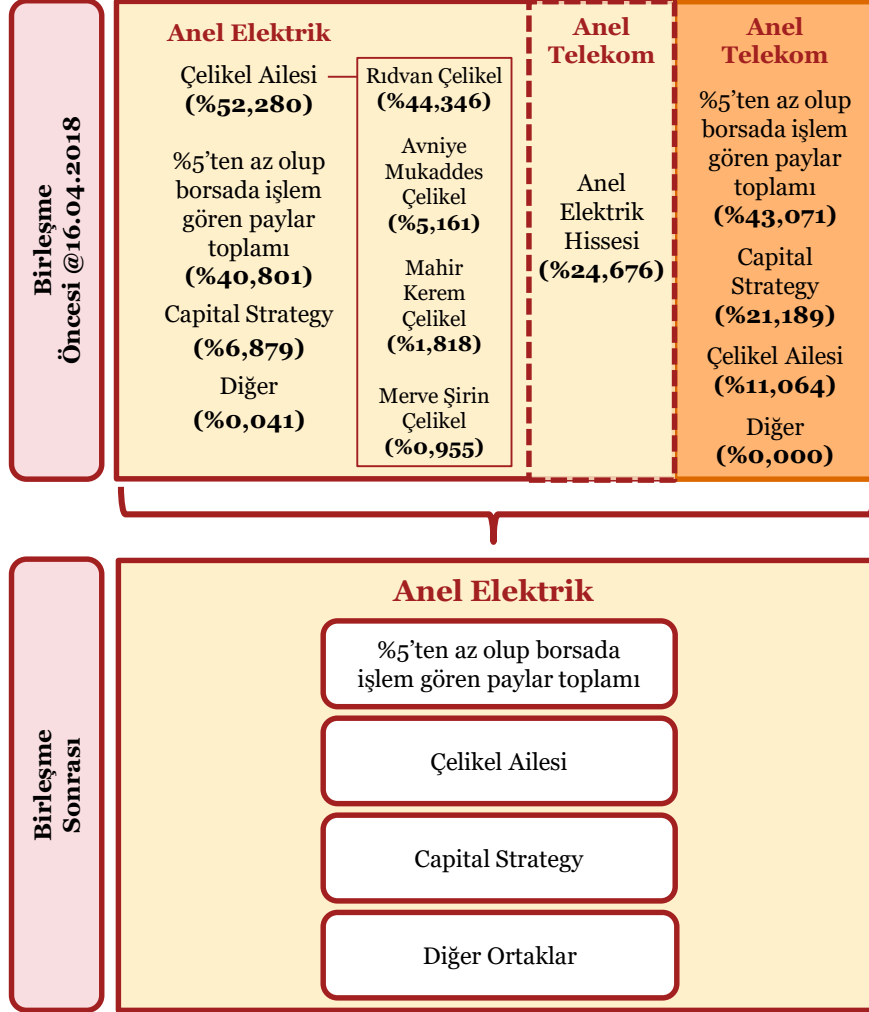
Golden Sun, DAG ve EKB satın alma garantisi üzerindeki üretimini ikili anlaşmalar ile piyasaya satabilmektedir. Satın alma garantisinin üzerinde üretim olduğu yıllarda geçmiş yıllardaki serbest satış fiyatları da göz önünde bulundurulmuş ve serbest satışlardan elde edilen gelirler modele yansıtılmıştır.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

Degradasyon

Uzun süreler güneş ışığına maruz kalan paneller 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

31 Aralık 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 II-23.2 sayılı "Birleşme ve Bölünme 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 %24,676 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 on bir bağlı ortaklığı daha bulunmaktadır.

Çalışmada kullanılan Anel Telekom hisse değeri ise Anel Telekom'un, Anel Elektrik hariç üçüncü şahıslar payını oluşturan %75,324 oranındaki hisselerin değerlerinden oluşmaktadır.

Kaynak: Şirket Yönetimi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (1/2)

Anel Elektrik'in ve Anel Telekom'un makul hisse değerleri tahmin edilirken; net varlık, piyasa, gelir yaklaşımlarına ve borsa değerine **%25'er** ağırlık verilmiştir.

Ağırlıklandırma Oranı (%)		Anel Elektrik			
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Değeri
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	25%			
	Piyasa Yaklaşımı		25%		
	Gelir Yaklaşımı			25%	
	Borsa Değeri				25%

Birleşme Oranı (%)		Anel Elektrik			
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Değeri
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	%92,34611			
	Piyasa Yaklaşımı		%94,62707		
	Gelir Yaklaşımı			%93,70659	
	Borsa Değeri				%92,94780

Seçilen Yöntem
%93,56041

Değerleme çalışması kapsamında; Anel Elektrik'in ve Anel Telekom'un makul hisse değerleri, uygulanan tüm yöntemlerin değerlendirilmesi sonucunda, her bir değerlendirme yöntemine **%25'er** ağırlık verilerek hesaplanmıştır.

Anel Elektrik'in geçmiş dönem Backlog seviyesi büyük hacimli işlerden dolayı yüksek seviyelerde gerçekleşmektedir. Ancak son yıllarda azalan iş hacminine paralel olarak backlog seviyesi de düşmüştür. Dolayısıyla, projeksiyon döneminde backlog seviyesinin tahmin edilmesi oldukça zordur. Diğer taraftan, Anel Telekom'un ise değerinin neredeyse tamamı %47,5 oranındaki iştiraki olan Anel Yapı'nın sahip olduğu gayrimenkullerden oluşmaktadır. Bu gayrimenkullerin yaratması beklenen nakit akımları TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarından alınmıştır. Özellikle Anel Elektrik'in nakit akımlarının tahmin edilmesinin güç olması nedeniyle **gelir yaklaşımı %25** oranında ağırlıklandırılmıştır.

Anel Elektrik ile benzer şirketlerin faaliyet gösterdikleri pazarlar ve sunulan hizmetlerin birebir karşılaştırılabilir olmayıp ve sürdürülebilir FAVÖK seviyesinin tahmin edilmesi oldukça güçtür. Diğer taraftan, Anel Telekom'un ise değerinin neredeyse tamamını oluşturan Anel Yapı'ya ait gayrimenkullerin değeri sadece yarattıkları nakit akımlarına bağlı olmayıp aynı zamanda piyasa koşullarından da etkilenmektedir. Özellikle Anel Elektrik için benzer şirket bulmaktaki güçlükler sebebi ile **piyasa yaklaşımına %25** ağırlık verilmiştir.

Bu tabloda yaklaşım bazında ağırlıklandırma yapılmamıştır. Yapılan ağırlıklandırma sonucunda ulaşılan değerler 19. ve 23. sayfalar arasında sunulmuştur.

Kaynak: PwC Analizi

Seçilen Yöntem ve Gerekçesi (2/2)

Hesaplanan **%93,56041** birleşme oranı ve birleşme sonrası oluşacak **117.571.095 TL** sermaye tutarı adil ve makul olup artırılacak sermaye tutarı **7.571.095 TL**'dir.

Birleşme Sonrası Sermaye (TL)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Değeri	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	119.117.095				117.571.095
	Piyasa Yaklaşımı		116.245.803			
	Gelir Yaklaşımı			117.387.691		
	Borsa Değeri				118.346.002	
Artırılacak Sermaye (TL)		Anel Elektrik				Seçilen Yöntem
		Net Varlık Yaklaşımı	Piyasa Yaklaşımı	Gelir Yaklaşımı	Borsa Değeri	
Anel Telekom	Net Varlık Yaklaşımı	9.117.095				7.571.095
	Piyasa Yaklaşımı		6.245.803			
	Gelir Yaklaşımı			7.387.690		
	Borsa Değeri				8.346.002	

Anel Elektrik ve Anel Telekom için; net varlık yaklaşımı kapsamında UFRS finansal tablolarında yer alan öz kaynak değeri kullanılmıştır. Net varlık yaklaşımının özellikle de Anel Elektrik'in gelecekteki potansiyelini yeterince yansıtamayacağı öngörüsü altında **net varlık yaklaşımına %25** ağırlık verilmiştir.

Çalışmamız kapsamında **borsa değeri**, aktif bir pazardan elde edilen fiyat bilgisi olması nedeniyle dikkate alınmış olup, piyasa değeri ve işlem hacmindeki dalgalanmalar nedeniyle **%25** ağırlık verilmiştir.

Seçilen yönteme göre hesaplanan **%93,56041** birleşme oranı ve birleşme sonrası ulaşılabilecek **117.571.095 TL** sermaye tutarı adil ve makuldür. Bu kapsamda artırılacak sermaye tutarı **7.571.095 TL**'dir.

Anel elektrik çatısı altında gerçekleştirilecek birleşme neticesinde; her **100** adet Anel Telekom hissesine karşılık **20,10** adet Anel Elektrik hissesi verilmesi öngörülmektedir.

Birleşme ve Değişirme Oranları

Seçilen Yöntem	
NAD	%25
GY	%25
PY	%25
BD	%25

Anel Elektrik Altında Birleşme Sonrası Hisse Değeri

TL

Anel Elektrik Hisse Değeri	437.037.816	C
Anel Telekom Hisse Değeri	30.080.498	B
Birleşme Sonrası Hisse Değeri	467.118.314	

Anel Elektrik Hisse Değeri

TL

Anel Elektrik Solo Hisse Değeri	427.183.658	
Anel Telekom (Anel Elektrik Payı)	9.854.157	A
Anel Elektrik Düzeltmiş Hisse Değeri	437.037.816	C

Anel Telekom Hisse Değeri

TL

Anel Telekom Hisse Değeri	39.934.656	
Anel Elektrik Ortaklık Oranı %	%24,68	
Anel Elektrik Payı	9.854.157	A
Anel Telekom (Üçüncü Şahıslar Payı)	30.080.498	B

Değerleme Sonuçları

Anel Elektrik'in, Anel Telekom'da yer alan **9.854.157 TL** tutarındaki **%24,68** payı hariç solo hisse değeri **437.037.816 TL**'dir.

Anel Elektrik'e ait Anel Telekom hisseleri dikkate alındığında Anel Elektrik'in düzeltilmiş hisse değeri **437.037.816 TL** olmaktadır.

Anel Elektrik'in düzeltilmiş hisse değerine, Anel Telekom'un yalnızca üçüncü şahıslar payından oluşan **30.080.498 TL** tutarındaki hisse değerinin eklenmesiyle birlikte, Anel Elektrik'in 31 Aralık 2017 itibarıyla, birleşme sonrası makul hisse değeri **467.118.314 TL** olarak tahmin edilmiştir.

Birleşme Sonrası Hisse Değeri Hesaplamaları

A Anel Elektrik'in Anel Telekom'daki payı:
 $39.934.656 * \%24,68 = 9.854.157 \text{ TL}$

B Anel Telekom'un üçüncü şahıslar payı:
 $39.934.656 - \text{A} = 30.080.498 \text{ TL}$

C Anel Elektrik düzeltilmiş hisse değeri:
 $427.183.658 + \text{A} = 437.037.816 \text{ TL}$

= Birleşme sonrası hisse değeri: **B + C = 467.118.314 TL**

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları (Anel Elektrik Altında Birleşme)

Seçilen Yöntem

NAD	%25
GY	%25
PY	%25
BD	%25

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	437.037.816	[427.183.658 + (39.934.656 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	30.080.498	(39.934.656 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)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{437.037.816}{437.037.816 + 30.080.498}$	=	%93,56041
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%93,56041}$	=	117.571.095
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	117.571.095 - 110.000.000	=	7.571.095
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{7.571.095}{37.662.148}$	=	%20,10266

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 **7.571.095 TL**'dir.

Seçilen Yöntem - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	427.183.658
Anel Telekom	39.934.656

Birleşme Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Seçilen Yöntem

NAD	%25
GY	%25
PY	%25
BD	%25

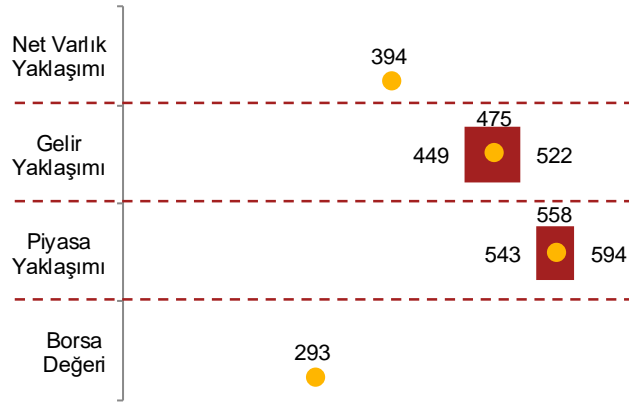
Pay Sahibi	Birleşme Öncesi Ortaklık Yapısı				Birleşme Sonrası Ortaklık Yapısı	
	Ödenmiş Sermaye (TL)		Pay Oranı		Ödenmiş Sermaye (TL)	Pay Oranı
	Anel Elektrik	Anel Telekom	Anel Elektrik	Anel Telekom		
Rıdvan Çelikel	48.780.773	4.674.597	%44,35	%9,35	49.720.491	%42,29
Borsada İşlem Gören %5'ten Düşük Paylar	44.880.579	21.535.465	%40,80	%43,07	49.209.781	%41,86
Capital Strategy Funds - Opportunistic Portfolio	7.566.589	5.497.514	%6,88	%11,00	8.671.736	%7,38
Avniye Mukaddes Çelikel	5.677.039	560.000	%5,16	%1,12	5.789.613	%4,92
Borsaya Kapalı Diğer Ortaklar	45.063	182	%0,04	%0,00	45.099	%0,04
Capital Strategy Funds Spc	-	5.096.927	%0,00	%10,19	1.024.618	%0,87
Anel Elektrik Proje Taah.Tic Ve San.A.Ş.	-	12.337.852	%0,00	%24,68	-	%0,00
Mahir Kerem Çelikel	1.999.858	297.364	%1,82	%0,59	2.059.636	%1,75
Merve Şirin Çelikel	1.050.100	100	%0,95	%0,00	1.050.120	%0,89
Toplam	110.000.000	50.000.000	%100,00	%100,00	117.571.095	%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 16 Nisan 2018 tarihlidir.

Değerleme Sonuçları Anel Elektrik & Anel Telekom

31 Aralık 2017 itibarıyla Anel Elektrik'in toplam hisse değeri net varlık yaklaşımına göre **394m TL**, gelir yaklaşımına göre **449m TL** ile **522m TL** ve piyasa yaklaşımına göre **543m TL** ile **594m TL** aralığında tahmin edilmiştir. Son bir yıllık hacim ağırlıklı borsa değeri ise **293m TL** olarak hesaplanmıştır.

Hisse Değeri – Anel Elektrik (m TL)



Değerleme Yöntemleri

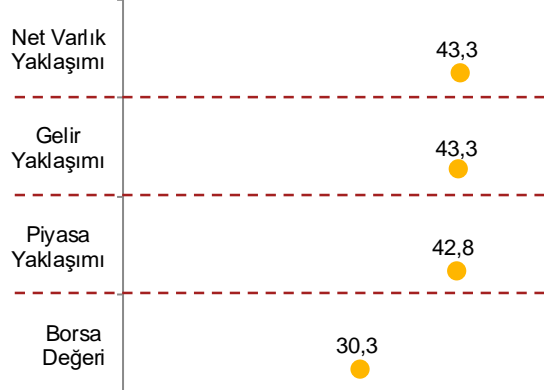
Net Varlık Yaklaşımı: Anel Elektrik ve Anel Telekom'un, 31 Aralık 2017 itibarıyla UFRS finansallarında yer alan özsermaye tutarları ve değerlendirme raporunun ilerleyen bölümlerinde belirtilen düzeltmeler dikkate alınarak Net Varlık Değeri hesaplanmıştır.

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. Anel Telekom'a gelir yaklaşımı uygulanırken TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarında yer alan, gelir yaklaşımına göre hesaplanmış olan değerler dikkate alınmıştır.

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. Anel Telekom'a piyasa yaklaşımı uygulanırken TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarında yer alan, piyasa yaklaşımına göre hesaplanmış olan değerler dikkate alınmıştır.

Borsa Değeri: Anel Elektrik ve Anel Telekom'un 31 Aralık 2017 itibarıyla günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış olan son 1 yıllık ortalama borsa değerleri incelenmiştir.

Hisse Değeri – Anel Telekom (m TL)



Değerleme Sonuçları

Net varlık yaklaşımı dikkate alındığında 31 Aralık 2017 itibarıyla Anel Elektrik ve Anel Telekom'un konsolide UFRS mali tablolarına baz oluşturan düzeltilmiş(*) özsermaye tutarları sırasıyla **394m TL** ve **43m TL**'dir.

Anel Elektrik ve Anel Telekom'un 31 Aralık 2017 itibarıyla 1 yıllık gerçekleşmiş günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış borsa değerleri sırasıyla **293m TL** ve **30m TL**'dir.

Piyasa yaklaşımı altında yer alan Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler Analizi sonucunda Anel Elektrik'in hisse değeri **543m TL** ile **594m TL** aralığında öngörülmektedir. Gelir yaklaşımına göre Anel Elektrik'in değerlendirme tarihi itibarıyla hisse değerinin **449m TL** ile **522m TL** aralığında olduğu tahmin edilmektedir.

Anel Yapı'nın sahip olduğu gayrimenkullere TSKB tarafından yapılan piyasa ve gelir yaklaşımları dikkate alındığında Anel Telekom'un hisse değerinin **43m TL** olduğu tahmin edilmiştir.

Kaynak: Şirket Yönetimi, PwC Analizi
(*)"ANEL" markalarının yeniden değerlendirilmesi dikkate alınmıştır.

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı

Anel Elektrik

Anel Elektrik'in değerlendirme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermaye tutarı **393,7m TL** olup, Anel Telekom'a ait "ANEL" markalarından gelen değer artışı da dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **393,9m TL**'dir.

Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

(m TL)	31.12.2017
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	90,2
Yasal Yedekler	12,0
Diğer Özkaynak Payları	(39,2)
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	159,8
Dönem Karı (Zararı)	70,0
Toplam Özsermaye	393,7
"ANEL" Markaları Değer Artışı Payı (%24,68)	0,1
Toplam Düzeltilmiş Özsermaye	393,9

31 Aralık 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 UFRS'ye göre oluşturulmuş bilançosunda yer alan özsermaye tutarı **393,7m TL** olup, Anel Telekom'un varlıkları arasında yer alan markalara ilişkin yapılan yeniden değerlendirme çalışması da dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **393,9m TL**'dir.

Net varlık yaklaşımına çalışmamız kapsamında **%25** ağırlık verilmiştir:

Kaynak: Anel Elektrik 31 Aralık 2017 bağımsız denetim raporu, PwC Analizi
(*) Yeniden değerlendirme kazançları, UFRS finansal tablolarından alınmış olup, değerlendirme kapsamında herhangi bir ilave çalışmaya tabi tutulmamıştır.

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı

Anel Elektrik

(m TL)	Düşük	Baz	Yüksek	Hisse %
Elektrik Taahhüt İş Kolu	373,2	405,1	439,4	
Anel Elektrik (Solo)	51,6	52,6	53,8	%100,0
Anelmarin	4,1	4,5	4,8	%93,0
Anelmep	163,1	178,7	195,2	%100,0
Anel Emirates	151,5	165,8	181,6	%100,0
Anel İngiltere	3,0	3,5	4,0	%100,0
Enerji İş Kolu	29,9	34,7	37,1	
Dag-08 Ood	14,4	17,4	18,8	%100,0
Golden Sun Ood	10,2	11,7	12,3	%100,0
EKB (Energinia Compania)	5,3	5,6	6,0	%50,0
Toplam Şirket Değeri	403,1	439,8	476,5	
Net Nakit/(Borç) (*)	16,2	16,2	16,2	
Anel Elektrik (Solo)	(48,0)	(48,0)	(48,0)	%100,0
Anelmarin	3,1	3,1	3,1	%93,0
Anelmep	102,8	102,8	102,8	%100,0
Anel Emirates	(17,0)	(17,0)	(17,0)	%100,0
Anel İngiltere	(1,6)	(1,6)	(1,6)	%100,0
Dag-08 Ood	(10,0)	(10,0)	(10,0)	%100,0
Golden Sun Ood	(8,6)	(8,6)	(8,6)	%100,0
EKB (Energinia Compania)	(4,5)	(4,5)	(4,5)	%50,0
Toplam Hisse Değeri	419,3	456,0	492,7	
Operasyonel Olmayan Varlıklar	29,4	29,4	29,4	
Anel Telekom (Konsolide)	10,7	10,7	10,7	%24,7
Anel Yapı	45,3	45,3	45,3	%47,5
Anel Enerji	(7,2)	(7,2)	(7,2)	%71,7
Anel Dar Libya	-	-	-	%65,0
Anel Engineering (ITK)	(19,5)	(19,5)	(19,5)	%100,0
Anelmep TR	0,2	0,2	0,2	%100,0
Toplam Düzeltilmiş Hisse Değeri	448,7	485,4	522,1	

Gelir yaklaşımı kapsamında uygulanan duyarlılık analizi sonucu Anel Elektrik'in toplam düzeltilmiş hisse değeri 449m TL ile 522m TL aralığında tahmin edilmiştir.

Duyarlılık analizi, yandaki tabloda belirtilen Bağlı Ortaklıklar ve İştirakler için ayrı ayrı uygulanmış olup, İNA yöntemi uygulanamayan şirketler 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. Anel Emirates ve Anelmep için, projeksiyonların \$ bazlı olması da dikkate alınarak uzun vadeli büyüme öngörülmemiştir.

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 yaklaşımına çalışmamız kapsamında %25 ağırlık verilmiş olup, Anel Elektrik'in toplam düzeltilmiş hisse değeri 449m TL ile 522m TL arasında tahmin edilmiştir.

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

Değerleme Sonuçları

Piyasa Yaklaşımı

Anel Elektrik

*Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizi sonucunda Anel Elektrik'in hisse değeri **543m TL** ile **594m TL** aralığında tahmin edilmiştir.*

Karşılaştırılabilir Şirketler Analizi

(m TL)	Düşük
2018 - 2022 Reel FAVÖK Ortalaması(*)	69,6
ŞD / FAVÖK (2018 Tahmini)	7,1x
Şirket Değeri	496,8
Net Nakit / (Borç) (**)	(11,0)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştirakler	57,1
Hisse Değeri	542,9

Karşılaştırılabilir İşlemler Analizi

(m TL)	Yüksek
2018 - 2022 Reel FAVÖK Ortalaması(*)	69,6
ŞD / FAVÖK	7,9x
Şirket Değeri	547,5
Net Nakit / (Borç) (**)	(11,0)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen İştirakler	57,1
Hisse Değeri	593,6

Piyasa yaklaşımı kapsamında karşılaştırılabilir şirketler ve işlemlerin ŞD/FAVÖK çarpanlarının ortalaması (**sırasıyla 7,1x ve 7,9x**) ile Anel Elektrik'in konsolide 2018 – 2022 reel FAVÖK ortalaması dikkate alınmıştır.

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

Piyasa yaklaşımının 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 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.

Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler analizinden elde edilen ŞD/FAVÖK çarpanları ve Anel Elektrik için hesaplanan konsolide 2018 – 2022 reel FAVÖK ortalaması dikkate alındığında, Anel Elektrik'in şirket değerinin **497m TL** ile **548m TL** aralığında olduğu tahmin edilmiştir. Konsolide net borç ve özkaynak yöntemiyle değerlendirilen şirketlere ait net varlık değeri dikkate alındığında Anel Elektrik'in hisse değeri **543m TL** ile **593m TL** aralığında tahmin edilmiştir.

Birebir uygunlukta karşılaştırılabilir şirket ve işlemlerin bulunmasındaki zorluklardan dolayı Piyasa yaklaşımına çalışmamızda **%25** ağırlık verilmiştir.

Kaynak: Capital IQ, Mergermarket, Bloomberg, Şirket bağımsız denetim raporu, PwC Analizi (*) Anel Elektrik, Anelmarin, Anelmep, Anel Emirates, Anel İngiltere, Golden Sun, DAG ve EKB'nin 2018-2022 yılları arasındaki ortalama reel FAVÖK tutarlarının ortalamalarının Anel Elektrik'in söz konusu şirketlerdeki hisseleri ile çarpılması sonucunda hesaplanmıştır. (***) 31 Aralık 2017 itibarıyla UFRS mali tablolarında yer alan operasyonel olmayan iştirakler dahil, azınlık paylarından arındırılmış net borç pozisyonunu temsil etmektedir.

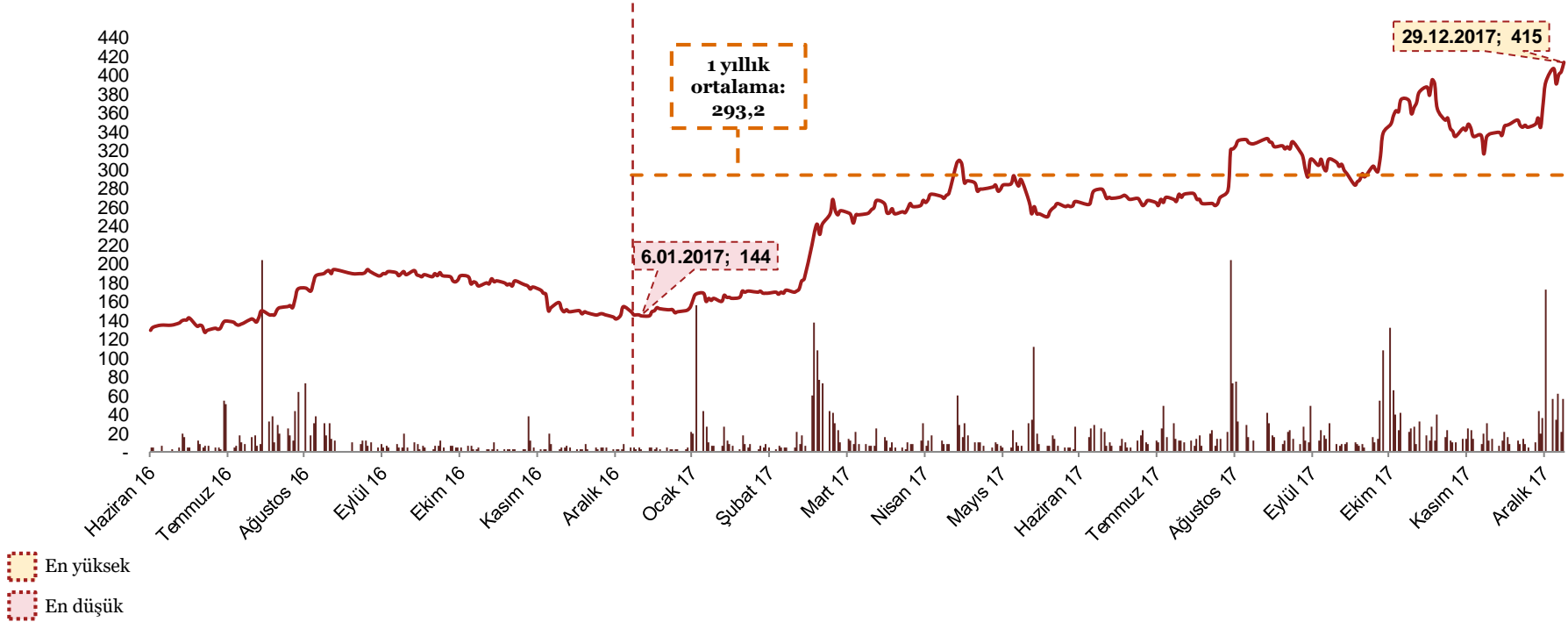
Değerleme Sonuçları

Borsa Değeri

Anel Elektrik

Anel Elektrik'in 31 Aralık 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama borsa değeri **293m TL**'dir.

Borsa Değeri (m TL) ve Hacim



(m TL)

Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse Fiyatı (1 Ocak 2017 - 31 Aralık 2017) (TL)	2,67
Toplam Hisse Adedi (milyon)	110
Borsa Değeri	293,2

Borsa değeri yaklaşımı analizinde kullanılan ağırlıklı ortalama piyasa değeri son bir yıl içerisinde her bir işlem günündeki işlem hacmi ile ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Buna göre, Anel Elektrik'in 31 Aralık 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatı dikkate alındığında oluşan borsa değeri **293,2m TL**'dir.

Kaynak: Capital IQ,

Değerleme Sonuçları

Net Varlık Yaklaşımı

Anel Telekom

*Net Varlık Yaklaşımı kapsamında, Anel Telekom'un değerlendirme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermaye tutarı ve "ANEL" markalarından gelen değer artışı dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **43,3m TL**'dir.*

Net Varlık Değeri (Net Aktif Değer)

(m TL)	31.12.2017
Ödenmiş Sermaye	50,0
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazançları	6,8
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	2,8
Yabancı Para Çevrim Farkı	-
Geçmiş Yıllar Karları (Zararları)	(14,8)
Dönem Karı (Zararı)	(2,0)
Toplam Özkaynak	42,8
"ANEL" Markaları Değer Artışı	0,6
Toplam Düzeltilmiş Özkaynak	43,3
Anel Elektrik Payı (%24,68)	10,7

31 Aralık 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 kalmamış olup, hisseleri SPK'nın 1 Aralık 2016 tarihli kararı doğrultusunda Yakın İzleme Pazarı'nda işlem görmektedir. Anel Telekom'un değerini etkileyen en önemli unsurun gelir yaratma kabiliyetinden ziyade; sahip olduğu gayrimenkuller olması ve pazar işlemlerine ilişkin bilgi elde edilebilir olmakla birlikte, karşılaştırılabilir şirketlerin Anel Telekom ile önemli ve anlamlı farklılıkları, dolayısıyla da sübjektif düzeltmeler gerektirme potansiyeli bulunması nedeniyle Anel Telekom'a ilişkin değerlendirme çalışmasında yalnızca net varlık yaklaşımı dikkate alınmıştır.

Net varlık yaklaşımı kapsamında, Anel Telekom'un değerlendirme tarihi itibarıyla UFRS'ye göre oluşturulmuş konsolide bilançosunda yer alan özsermaye tutarı **42,8m TL** olup, maddi olmayan duran varlıkları arasında yer alan markalara ilişkin yapılan yeniden değerlendirme çalışması dikkate alındığında düzeltilmiş Net Varlık Değeri **43,3m TL**'dir.

Bunun yanı sıra solo Anel Elektrik'in hisse değerinin tahmin edilmesinde uygulanan yaklaşımlar kapsamında; Anel Telekom'un düzeltilmiş özsermaye tutarı, Anel Elektrik'e ait hisse oranı ile (**%24,68**) çarpılmış ve **10,7m TL** tutarındaki özkaynak değeri Anel Elektrik'in solo hisse değerine ilave edilmiştir. Böylece konsolide hisse değeri tahmini esnasında Anel Elektrik'in Anel Telekom'daki payları da dikkate alınmıştır.

Kaynak: Anel Telekom 31 Aralık 2017 bağımsız denetim raporu, PwC Analizi

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

Değerleme Sonuçları

Gelir Yaklaşımı

Anel Telekom

*Gelir yaklaşımı kapsamında Anel Telekom'un hisse değeri **43,3m TL** olarak tahmin edilmiştir.*

Anel Yapı

(m TL)	Gelir Yaklaşımı
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller(*)	197,8
Diğer Varlıklar	21,3
Toplam Varlıklar	219,0
Toplam Yükümlülükler	(123,8)
Özsermaye Değeri	95,2

Anel Telekom

Anel Telekom Payı (**)	45,2
ANEL Markası Değer Artışı	0,6
Diğer Varlıklar	1,7
Toplam Varlıklar	47,5
Toplam Yükümlülükler	(4,2)
Özsermaye Değeri	43,3

$$B = A \times \%47,5$$



Anel Telekom'un bir faaliyeti bulunmamakta olup varlıklarının neredeyse tamamı %47,5 oranında iştiraki olan Anel Yapı'daki paylarından oluşmaktadır.

Anel Yapı'nın varlıklarının çoğu ise Anel Plaza ve Kadıköy'de bir binadan oluşmakta olan yatırım amaçlı gayrimenkullerden kaynaklanmaktadır. Gelir yaklaşımı kapsamında Anel Yapı'nın özsermaye değeri tahmin edilirken söz konusu gayrimenkuller için TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarındaki gelir yaklaşımları dikkate alınmış olup bu gayrimenkullerin değerinin tespiti için ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir. TSKB tarafından gelir yaklaşımı uygulanırken söz konusu gayrimenkullerin gelecekte yaratması beklenen nakit akımları incelenmiştir.

Anel Telekom için gelir yaklaşımı uygulanırken Anel Yapı'nın özsermayesindeki %47,5'lik pay, ANEL markasının değer artışı, diğer varlıklar ve toplam yükümlülükler dikkate alınmıştır.

Gelir yaklaşımı kapsamında Anel Telekom'un Hisse Değeri **43,3m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(*) 2 Şubat 2018 tarihli TSKB raporlarında belirtilen, gelir yaklaşımı sonucunda elde edilen değer.

(**) Anel Telekom, Anel Yapı'da %47,5 pay sahibidir.

Değerleme Sonuçları

Piyasa Yaklaşımı

Anel Telekom

*Piyasa yaklaşımı kapsamında Anel Telekom'un hisse değeri **42,8m TL** olarak tahmin edilmiştir.*

Anel Yapı

(m TL)	Piyasa Yaklaşımı
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller(*)	196,8
Diğer Varlıklar	21,3
Toplam Varlıklar	218,1
Toplam Yükümlülükler	(123,8)
Özsermaye Değeri	94,2

Anel Telekom

$$B = A \times \%47,5$$

Anel Telekom Payı (**)	44,8
ANEL Markası Değer Artışı	0,6
Diğer Varlıklar	1,7
Toplam Varlıklar	47,0
Toplam Yükümlülükler	(4,2)
Özsermaye Değeri	42,8

Bir önceki sayfada belirtilen sebeplerle, piyasa yaklaşımı kapsamında Anel Yapı'nın özsermaye değeri tahmin edilirken söz konusu gayrimenkuller için TSKB tarafından hazırlanan gayrimenkul değerlendirme raporlarındaki piyasa yaklaşımları dikkate alınmış olup bu gayrimenkullerin değerinin tespiti için ayrıca bir çalışma yürütülmemiştir. TSKB tarafından piyasa yaklaşımı uygulanırken emsal gayrimenkullerin değerleri incelenmiştir.

Anel Telekom için piyasa yaklaşımı uygulanırken Anel Yapı'nın özsermayesindeki %47,5'lik pay, ANEL markasının değer artışı, diğer varlıklar ve toplam yükümlülükler dikkate alınmıştır.

Piyasa yaklaşımı kapsamında Anel Telekom'un Hisse Değeri **42,8m TL** olarak tahmin edilmiştir.

(*) 2 Şubat 2018 tarihli TSKB raporlarında belirtilen, gelir yaklaşımı sonucunda elde edilen değer.

(**) Anel Telekom, Anel Yapı'da %47,5 pay sahibidir.

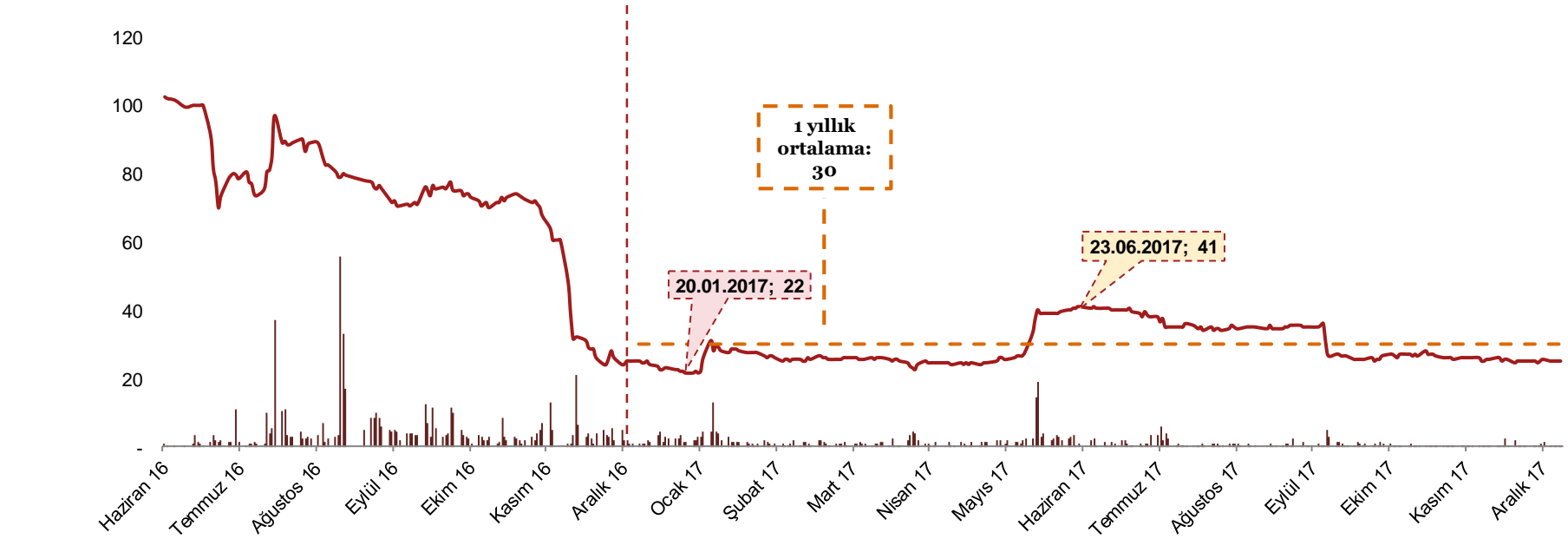
Değerleme Sonuçları

Borsa Değeri

Anel Telekom

Anel Telekom'un 31 Aralık 2017 itibarıyla geriye dönük son bir yıllık ağırlıklandırılmış ortalama borsa değeri **30m TL**'dir.

Borsa Değeri (m TL) ve Hacim



- En yüksek
- En düşük

(m TL)

Ağırlıklandırılmış Ortalama Hisse Fiyatı (1 Ocak 2017 - 31 Aralık 2017) (TL)	0,61
Toplam Hisse Adedi	50
Borsa Değeri	30,3

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. Yakın İzleme Pazarında işlem gören paylar, bu Pazara alınma nedenlerinin ortadan kalkması, belirli bir şarta bağlı olarak bu Pazara alınması halinde belirtilen şartın yerine getirilmesi ve Kotasyon Yönergesinin 35 inci maddesinin birinci fıkrasında sayılan diğer durumların oluşmaması kaydıyla, Yönerge'de ilgili pazar için aranan tüm kotasyon şartlarının sağlanması halinde, ortaklığın başvurusu üzerine, şartlarını sağladığı pazara alınabilir.

Anel Telekom'un değerlendirme tarihinden önceki son bir yıllık ağırlıklandırılmış hisse fiyatı dikkate alındığında borsa değeri **30,3m TL**'dir.

Kaynak: Bloomberg, PwC Analizi

Birleşme ve Değişirme Oranları

Birleşme Yöntemi: Net Varlık Yaklaşımı

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	393.897.299	[383.202.287 + (43.342.278 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	32.647.265	(43.342.278 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)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{393.897.299}{393.897.299 + 32.647.265}$	=	%92,34611
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%92,34611}$	=	119.117.095
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	119.117.095 - 110.000.000	=	9.117.095
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{9.117.095}{37.662.148}$	=	%24,20758

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 **9.117.095 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yönetime **%25** ağırlık verilmiştir.

Net Varlık Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	383.202.287
Anel Telekom	43.342.278

Birleşme ve Değişirme Oranları

Birleşme Yöntemi: Gelir Yaklaşımı

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	485.413.273	[474.733.498 + (43.280.528 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	32.600.753	(43.280.528 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)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{485.413.273}{485.413.273 + 32.600.753}$	=	%93,70659
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%93,70659}$	=	117.387.690
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	117.387.690 - 110.000.000	=	7.387.690
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{7.387.690}{37.662.148}$	=	%19,61569

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 **7.387.690 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yönetime **%25** ağırlık verilmiştir.

Gelir Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	474.733.498
Anel Telekom	43.280.528

Birleşme ve Değişirme Oranları

Birleşme Yöntemi: Piyasa Yaklaşımı

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devralan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	568.140.989	[557.573.149 + (42.826.903 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	32.259.063	(42.826.903 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)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{568.140.989}{568.140.989 + 32.259.063}$	=	%94,62707
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%94,62707}$	=	116.245.803
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	116.245.803 - 110.000.000	=	6.245.803
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{6.245.803}{37.662.148}$	=	%16,58377

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 **6.245.803 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yönteme **%25** ağırlık verilmiştir.

Piyasa Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	557.573.149
Anel Telekom	42.826.903

Birleşme ve Değişirme Oranları

Birleşme Yöntemi: Borsa Değeri

Birleşmeye Esas Değerler (TL)

Devalan Ortaklığın (Anel Elektrik) Özkaynak Değeri (A)	=	300.699.716	[293.225.713 + (30.288.916 x %24,68)]
Devrolan Ortaklığın (Anel Telekom) Özkaynak Değeri (B)	=	22.814.913	(30.288.916 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)	=	$\frac{A}{A+B}$	=	$\frac{300.699.716}{300.699.716 + 22.814.913}$	=	%92,94780
Ulaşılabilecek Sermaye (F)	=	$\frac{D}{E}$	=	$\frac{110.000.000}{\%92,94780}$	=	118.346.002
Arttırılacak Sermaye (G)	=	F - C	=	118.346.002 - 110.000.000	=	8.346.002
Anel Telekom Değişirme Oranı (H)	=	$\frac{G}{D}$	=	$\frac{8.346.002}{37.662.148}$	=	%22,16019

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 **8.346.002 TL** olacaktır. Değerleme çalışması kapsamında bu yöntem dikkate alınmamıştır.

Borsa Yaklaşımı - Hisse Değeri (TL)

Anel Elektrik	293.225.713
Anel Telekom	30.288.916



© 2018 PwC Türkiye. Tüm hakları saklıdır. Bu belgede PwC ifadesi, PwC ağını veya PwC ağının üyesi olan bağımsız ve farklı tüzel kişiliklerden oluşan PwC Türkiye'yi ifade etmektedir. Daha detaylı bilgi için www.pwc.com/structure adresini ziyaret edebilirsiniz.