

DOĞU ARAS ENERJİ YATIRIMLARI A.Ő.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ő.

Ayazađa Mahallesi Kemberburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL
Tel: 0212 319 12 10

3 Kasım 2021

1-Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. ("Şirket", "Doğu Aras") Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 25 Ekim 2021 tarihli Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2-Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 16.05.2013 tarihinde, Aras EDAŞ paylarının iktisabına yönelik özel amaçlı bir şirket olarak, %51 pay sahipliği oranıyla Kiler Alışveriş Hizmetleri Gıda Sanayi ve Ticaret A.Ş. ve %49 pay sahipliği oranıyla Çedaş Elektrik Dağıtım Yatırımları A.Ş. tarafından Erzurum'da kurulmuştur. 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.

Aras EPSAŞ, Şirket'in dağıtım bölgelerinde bulunan müşterilere, görevli tedarik şirketi olarak münhasıran perakende elektrik satış hizmeti vermektedir Buna ek olarak hem kendi bölgesindeki hem de Türkiye'nin diğer bölgelerindeki serbest tüketicilere, herhangi bir bölge kısıtlaması olmaksızın elektrik satışı yapabilmektedir 2020 yılında, bölge dışı serbest tüketicilere faturalanan elektrik, toplam faturalanan elektriğin 18 'ini oluşturmaktadır.

Aras EDAŞ, dağıtım bölgesindeki operasyonlarının tamamını merkezi olarak yönetmekte, izlemekte aynı zamanda dağıtım şebekeleri ile ilgili operasyonlarını merkezi olarak planlamakta ve gerçekleştirmektedir Bununla birlikte, şebeke yönetimi süreçlerinin bir parçası olarak şebekeyi büyütmeye, yenileme, şebekenin operasyonel verimliliğini artırma, araştırma, geliştirme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Şirket güçlü operasyonel yapısıyla, zorlu coğrafi ve iklim koşullarında hizmet vermektedir.

Şirket'in dönemler itibarıyla, net satışlarının faaliyet alanlarına göre dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Net Satışlar (TL)	2018	2019	2020	2020/6	2021/6
Perakende Satış Geliri	769.944.444	1.090.929.109	1.635.525.212	475.832.559	1.810.689.794
Dağıtım-sistem kullanımı geliri*	694.728.028	702.986.915	869.886.817	642.825.990	410.016.316
Yatırım harcamalarına ilişkin gelirler	158.681.077	147.811.537	159.101.959	41.276.691	15.114.535
Sayaç sökme-takma ve kesme bağlama gelirleri	76.547.088	71.243.292	86.878.001	2.489.003	3.927.697
Diğer	12.867.615	11.731.268	12.638.490	47.666.855	14.898.852
Toplam	1.712.768.252	2.024.702.121	2.764.030.479	1.210.091.098	2.254.647.194

Kaynak: Doğu Aras Fiyat Tespit Raporu

(*) 31.12.2020 tarihi itibarıyla grubun imtiyazlı hizmet anlaşmalarından alacaklarına ilişkin cari döneme tekabül eden itfa tutarı 249.760.920 TL'dir. (31.12.2019 ve 31.12.2018 için sırasıyla: 197.729.055 TL ve 158.728.140 TL)

3-Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 13.400.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Bu durumda, Şirket pay sahiplerinin halka arz edeceği mevcut payların toplam nominal değeri 13.400.000 TL (Ek Satış Dâhil 16.080.000 TL) olacaktır. Halka arz fiyatı 110,00 TL aralığında belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 1.474.000.000 TL (Ek Satış Dâhil 1.768.000.000 TL) olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 7.370.000.000 olacaktır. Talep toplama işlemi 04-05 Kasım 2021 tarihleri arasında "Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem görecektir.

Talep Toplama Tarihleri	04-05 Kasım 2021
Halka Arz Fiyatı	110,00 TL
Aracılık ve Halka Arz Yöntemi	"En İyi Gayret Aracılığı" ve "Sabit Fiyat ile Talep Toplama"
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi	67.000.000 TL
Halka Arz Edilen Miktar ve Türü	13.400.000 TL nominal (Ortak Satışı) 2.680.000 TL nominal (Ek Satış) Toplam 13.400.000 TL nominal (Ek Pay Satışı Dahil 16.080.000 TL)
Halka Açıklık Oranı	%20 (Ek Satış Dâhil %24)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi	67.000.000 TL
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini)/ Pazarı	Yıldız Pazar
Tahsisatlar	8.040.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%60) 4.020.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%30) 1.340.000 TL Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%10)
Taahhütler	<p>Şirket, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 Gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini, bu doğrultuda bir karar alınmayacağına ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca ilerde bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuştur.</p> <p>Halka Arz Eden Pay Sahipleri; Kiler Holding ve Çalık Enerji, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 6 ay boyunca, sahip olduğu halka arza konu olmayan paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceği, bu doğrultuda bir karar alınmayacağı ve/veya Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağı ve bu süre boyunca ilerde yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair bir açıklama yapılmayacağı doğrultusunda taahhütte bulunmuşlardır.</p> <p>Halka Arz Eden Pay Sahipleri; Kiler Holding ve Çalık Enerji, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren bir yıl boyunca maliki olduğu Şirket paylarının halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa İstanbul'da satılmaması, bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını ve borsa dışında yapılacak satışlarda da satışa konu payların bu sınırlamaya tabi olacağını kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.</p>
Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler	Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün olarak gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Fiyat istikrarı işlemlerinde halka arz gelirinin %25'i kadar bir fon tutarının fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılması hedeflenmektedir.

4-Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Kiler Holding A.Ş.	7.700.000	11,49%	7.700.000	11,49%	7.700.000	11,49%
Çalık Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	7.700.000	11,49%	7.700.000	11,49%	7.700.000	11,49%
Kiler Holding A.Ş.	25.800.000	38,51%	19.100.000	28,51%	17.760.000	26,51%
Çalık Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	25.800.000	38,51%	19.100.000	28,51%	17.760.000	26,51%
Halka Açık			13.400.000	20,00%	16.080.000	24,00%
Toplam	67.000.000	100,00%	67.000.000	100,00%	67.000.000	100,00%

Kaynak: Doğu Aras İzahname

5-Halka Arz Gerekçeleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup Şirket'e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen Kiler Holding'in ve Çalık Enerji'nin tasarrufunda olacaktır.

Halka arzın başlıca gerekçeleri arasında;

- Kurumsal yapının güçlendirilmesi ile şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi,
- İhraççının faaliyetlerinin bilinirliğinin artırılması,
- Rekabet gücünün artırılması,
- Daha düşük maliyetle finansman sağlama imkanı,
- Şirket'in, gelecekteki büyümesini finanse etmek için gerekli olması halinde tekrar bir halka arz yapabilecek hale gelmiş olması,
- Gerek mevcut gerekse potansiyel iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın daha da artırılması sayılabilir.

6-Özet Finansallar

Doğu Aras - Özet Finansallar					
Gelir Tablosu (milyon TL)					
Göstergeler	2018	2019	2020	2020/6A	2021/6A
Satışlar	1.712,8	2.024,7	2.764,0	1.210,1	2.254,6
Satışların Maliyeti (-)	1.312,3	1.564,0	2.217,0	940,8	1.946,1
Brüt Kar	400,5	460,7	547,1	269,3	308,5
Brüt Kar Marjı	23,4%	22,8%	19,8%	22,3%	13,7%
Faaliyet Giderleri (-)	257,7	354,8	353,5	153,1	178,2
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir-Gider (Net)	221,0	269,7	392,4	156,2	233,8
Esas Faaliyet Karı	363,8	375,6	586,0	272,4	364,1
Esas Faaliyet Kar Marjı	21,2%	18,6%	21,2%	22,5%	16,2%
Net Finansman Geliri/Gideri	-107,9	-105,3	-122,7	-52,0	-72,4
Net Kar	214,4	427,8	461,7	233,5	301,4
Amortisman	13,4	27,3	46,1	13,1	12,9
Düzeltilmiş FAVÖK*	391,8	412,3	636,4	282,2	366,6
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	22,9%	20,4%	23,0%	23,3%	16,3%
Bilanço (milyon TL)					
	2018	2019	2020	30.06.2021	
Nakit ve Nakit Benzerleri	29,2	147,0	337,3	286,9	
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	174,1	259,0	238,3	388,2	
Diğer	260,9	371,3	581,7	524,4	
Dönen Varlıklar	464,2	777,3	1.157,3	1.199,5	
Finansal Varlıklar	626,2	767,9	783,0	864,1	
Diğer	276,7	260,1	283,4	307,7	
Duran Varlıklar	902,9	1.028,0	1.066,5	1.171,8	
Toplam Varlıklar	1.367,1	1.805,3	2.223,8	2.371,3	
KV Finansal Borçlar	118,1	144,4	114,6	65,7	
KV Ticari Borçlar	283,2	375,2	480,0	524,1	
Diğer	259,2	326,6	384,8	374,3	
KV Yükümlülükler	660,5	846,2	979,4	964,1	
UV Finansal Borçlar	261,3	180,2	126,3	149,8	
Diğer	3,6	5,4	4,8	5,3	
UV Yükümlülükler	264,9	185,6	131,1	155,1	
Ödenmiş Sermaye	67,0	67,0	67,0	67,0	
Diğer	374,6	706,5	1.046,3	1.185,1	
Özkaynaklar	441,6	773,5	1.113,3	1.252,1	
Toplam Kaynaklar	1.367,1	1.805,3	2.223,8	2.371,3	
Net Borç	350,3	177,6	-96,5	-71,4	

Kaynak: Doğu Aras Bağımsız Denetim Raporu, Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

*Düzeltilmiş FAVÖK, vergi öncesi net kar üzerine net finansman giderleri, amortisman ve itfa payı giderleri, TFRS9 uyarınca belirlenen değer düşüklüğü zararları ve değer düşüklüğü zararlarının iptalleri ile esas faaliyetlerden diğer giderlerin eklenerek vadeli mevduat faiz gelirlerinin düşülmesi suretiyle hesaplanmıştır.

Şirket elektrik dağıtım sektöründe faaliyet göstermektedir. Bu sektörde faaliyet gösteren şirketler için EPDK tarafından tanımlanan Reel Makul Getiri ve Endeks Farkı tutarları TFRS standartları uyarınca Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler kısmında yer almaktadır. Bu nedenle bu gelir kalemi Düzeltilmiş FAVÖK hesaplamasında dahil edilmiştir.

7-Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından Tacirler Yatırım'ın hazırladığı 25 Ekim 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

a. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Piyasa çarpanları yönteminde, Şirket ile aynı sektörde ve benzer gelir yapıları olan yurt içinde ve yurt dışında yer alan şirketler incelenmiştir. Türkiye'de Enerjisa dışında sadece elektrik dağıtım işi yapan şirket olmamakla birlikte, elektrik dağıtım/satış faaliyeti olan Ak Enerji, Ayen Enerji, Aydem ve Zorlu Enerji gibi enerji üretim şirketleri Borsa İstanbul'da işlem görmektedir. Bu durum yurtdışındaki şirketlerde de benzer şekildedir. Ayrıca Şirket'in Türkiye'de faaliyet göstermesi ve halka arz tahsisatının Yurt İçi Bireysel ve Kurumsal Yatırımcıya sunuluyor olması nedeniyle, Şirket'in halka arz fiyatlamasında Yurt İçi Piyasa Çarpanlarının göz ardı edilmemesi gerektiği düşünülerek Enerjisa, Ak Enerji, Ayen Enerji, Aydem ve Zorlu Enerji Yurt İçi çarpan analizi çerçevesinde benzer şirket olarak dikkate alınan şirketler olmuştur.

Söz konusu şirketlerin çarpanları değerlendirilirken, perakende sektörünü en iyi şekilde temsil eden FD/Net Satışlar ile birlikte operasyonel karlılığı ön plana çıkaran FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlıklı kullanılması tercih edilmiştir. Bu çerçevede, FD/Satış rasyosunun, "volume business" olarak adlandırılabilir ve son derece düşük net kar marjları ile çalışan ve asıl amacın hacmi artırarak mutlak karı büyütmek olan gıda perakendeciliği gibi işlerin değerlendirilmesinde ağırlıklı olarak kullanıldığı görülmektedir.

Şirket'in cirosunun önemli bir kısmı Aras EPSAŞ'tan gelmektedir. Aras EPSAŞ'ın satışlarında düzenlemeye tabii müşteriler (K1) için bir tavan söz konusudur. Marjları sınırlı olan bu işkolunda, Şirket'in satış hacminin mutlak kara etki etmesinden dolayı FD/Satış çarpanı Şirket'in değer tespitinde %60 ağırlıklı olarak kullanılmıştır. İkincil olarak ise Şirket'in operasyonel karlılığına vurgu yapan FD/FAVÖK çarpanları %30 ağırlık ile ve her ne kadar F/K çarpanı Şirket'in vergi konusundaki avantajlarından dolayı karşılaştırılabilir olmadığı düşünülse de halka arz değerlemelerinden yatırımcıların dikkate aldığı bir çarpan olmasından dolayı %10 gibi düşük bir ağırlıkla da olsa dikkate alınmıştır. Diğer taraftan, dağıtım şirketleri kamu adına yatırım yaptıkları için kendi üzerlerinde önemli bir maddi duran varlık bulunmamaktadır. Bu nedenle de Şirket için değerlemeye baz olan çarpanlar arasında PD/DD alınmamıştır. Çarpanların hesaplanmasında negatif ve uç olan değerler elenmiş, örneklem sayısının az olması nedeniyle medyan değer kullanmanın istatistiksel olarak çok doğru bir yaklaşım olmayacağı düşünüldüğü için ortalama değerler alınması tercih edilmiştir.

Yurtiçi benzer şirket analizinde olduğu gibi yurtdışı benzer şirket analizinde de incelenen şirketlerin seçiminde, Şirket ile aynı sektörde ve benzer gelir yapıları olan şirketler tercih edilmeye çalışılmıştır. Bu doğrultuda seçilen şirketlerin tamamı elektrik dağıtım/perakende satış faaliyeti olan şirketler olup bir kısmı sadece elektrik dağıtım/satış işi yaparken bir kısmında enerji üretim faaliyetleri de bulunmaktadır. Tacirler Yatırım, bu şirketleri 3 grup olarak kategorize etmiştir. 1. Grup'ta sadece elektrik dağıtım/satış faaliyeti bulunan şirketler, 2. Grup'ta elektrik satış dağıtım faaliyetleri de bulunan şirketler ve son olarak 3. Grup'ta ise gerek piyasa değeri gerekse faaliyetleri itibarıyla "large mcap" şirketler olarak adlandırılan elektrik sektöründe ilk akla gelen isimlerden olan Enel veya Endesa gibi dünya çapında faaliyetleri olan şirketler yer almaktadır.

Elektrik dağıtım/satış faaliyetleri tüm dünyada benzer imtiyazlı sözleşmeler çerçevesinde yapılmaktadır. Bu nedenle yurtdışında benzer şirketler uzun süredir faaliyette ve daha yerleşik bir yapıları bulunmaktadır. Türkiye'de ise Enerjisa dışında halka açık ve sadece elektrik dağıtım/satış işi yapan şirket bulunmamakla birlikte genel olarak üretici şirketlerin bir kolu olarak elektrik dağıtım işi bulunmaktadır. Enerji üretim şirketleri ile dağıtım şirketlerinin gelir modelleri birbirinden çok farklı olduğundan ötürü ve yurtiçindeki modellerin de önümüzdeki dönemde yurtdışı trendleri izleyeceği varsayımından ötürü yurtiçinden ziyade yurtdışı benzer şirketlere daha fazla ağırlık verilmiştir.

Çarpan Değerlemede Kullanılan Şirket Verileri	2020 (A)	2020/6 (B)	2021/6 (C)	Yıllıklandırılmış (C+A-B)
FAVÖK	636.360	282.238	366.583	720.706
Net Kar	461.746	233.497	301.356	529.605
Satışlar	2.764.030	1.210.091	2.254.647	3.808.587
Finansal Borçlar			215.461	
Nakit			286.851	
Net Borçluluk			-71.390	

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi	Çarpanlar
FD/FAVÖK	9,63
F/K	8,25
FD/Net Satışlar	2,35
	Piyasa Değeri
FD/FAVÖK	7.011.788.765
F/K	4.371.826.248
FD/Net Satışlar	9.021.568.176
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	7.953.660.160

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Yurtdışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	1. Grup	2. Grup	3. Grup
FD/FAVÖK	7,17	11,96	9,63
F/K	7,81	16,70	17,79
FD/Net Satışlar	1,45	3,54	2,42
	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri	Piyasa Değeri
FD/FAVÖK	5.238.851.939	8.692.819.059	7.011.424.460
F/K	4.136.216.003	8.845.231.489	9.423.668.462
FD/Net Satışlar	5.611.941.701	13.570.016.224	9.299.851.939
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	5.352.442.203	11.634.378.601	8.625.705.348

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Sonucu	Yurtiçi	Yurtdışı
Nihai Piyasa Çarpan Değeri	7.953.660.160	8.537.508.717
Ağırlık	40%	60%
Ağırlıklandırılmış Nihai Piyasa Değeri	8.303.969.294	

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak, yurtiçi benzer şirketler %40, yurtdışı benzer şirketler %60 ağırlıklandırılarak ulaşılan piyasa değeri 8.303.969.294 TL olmaktadır.

b. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, Şirket için projeksiyon dönemi 2021-2036 yılları olarak belirlenmiş olup bu döneme ait gelir tablosu ve bilanço projeksiyonları Şirket’in geçmiş verileri ışığında, şirket yönetiminin paylaştığı tüketim, abone sayısı, kayıp-kaçak oranları ve yatırım beklentileri doğrultusunda hazırlanmıştır.

Şirket, Aras EDAŞ ve Aras EPSAŞ bağlı ortaklıklarının bir araya gelmesiyle oluşmaktadır. Her iki şirketin işlemleri birbirlerini tamamlar nitelikte olduğu için ve ilişkili taraf eliminasyonu gerektiği için değerlendirilmesine baz olarak tam konsolidasyon prensipleri çerçevesinde hazırlanan finansal tablolar dikkate alınmıştır.

Bu çerçevede Şirket’in gelir kalemleri Perakende ve Dağıtım olarak iki ayrı kısımda incelenmiş ve ayrı ayrı projeksiyonlar yapılmıştır. Gider kalemleri konsolide olarak değerlendirilmiş ve projekte edilmiştir. Daha sonra söz konusu projeksiyonlar Gelir Tablosunda konsolide edilmiştir.

Serbest Nakit Akımları hesaplanırken Düzeltilmiş FAVÖK üzerinden hareket edilmiş ve nakdi olmayan TFRS düzeltmeleri elimine edilmiştir. Enerji dağıtım sektöründe faaliyet gösteren şirketlerin önemli gelir kalemlerinden biri olan Reel Makul Getiri Oranı ve Endeks Farkı TFRS uygulamaları gereği Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir kaleminde gösterilmektedir. Bu nedenle FAVÖK hesaplamasına Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir kalemleri dahil edilmekte ancak faiz ile ilintili olan kalemler dışarıda bırakılmaktadır. Ayrıca yine TFRS gereği nakdi olmayan birtakım gelir/gider kayıtları da burada düzeltilmektedir. Projeksiyon dönemi içinde de bu tür nakdi olmayan düzeltmeler hesaplanmamıştır. Serbest Nakit Akımları, AOSM ile hesaplanan indirgeme oranları ile 30 Haziran 2021 tarihine indirgenmiş ve sonrasında değerlendirme tarihi olan 08.10.2021 tarihine götürülmüştür. EPDK tüm yatırım endekslemelerinde Haziran ayını baz aldığı için ileriye dönük olarak da bu tarih baz alınarak indirgemeler yapılmıştır.

Rapor’da risksiz faiz oranı olarak, sabit bir faiz oranı kullanılmamış, projeksiyon dönemi için 8.10.2021 tarihi itibarıyla 10 yıllık gösterge devlet tahvili olan TRT131130T14 kodlu tahvilin getirisi kullanılmıştır. Özsermaye risk primi olarak da Türkiye için gelen kabul görmüş oran olan %5,5 kullanılmıştır. Şirket’in borçlanma maliyeti projeksiyon dönemi boyunca, piyasa uzun vadeli ortalama borçlanma tutarına %3 oranında bir risk primi eklenerek hesaplanmıştır. Şirket’in piyasa hisseleri ile ne kadar paralel hareket ettiğini gösteren bir gösterge olan Beta katsayısı için enerji sektörünün defansif özelliği nedeniyle, sektörde 1,0 katsayısının oldukça altında kaldıraçsız beta gözlenmektedir. 0,22 olarak hesaplanan kaldıraçsız beta katsayısının, Şirket’in 30.06.2021 tarihli bilançolarında yer alan borç/sermaye oranına uyarlanması ile Şirket için kaldıraçlı beta katsayısı 0,41 olarak hesaplanmaktadır. Ancak gerek halka açılan yeni şirketler için beta katsayısının ağırlıklı olarak 1,0 alınmasından gerekse de ihtiyatlılık prensibi gereği Şirket için beta katsayısı 1,0 olarak alınmıştır.

AOSM	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
Risksiz Faiz Oranı	19,0%	18,0%	16,0%	14,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	10,0%	10,0%	8,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
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%
Sermaye Maliyeti	21,0%	20,0%	18,0%	16,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	12,0%	12,0%	10,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Borçlanma Oranı	20%	18%	16%	14%	12%	12%	12%	12%	10%	10%	10%	8%	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%	12,4%	10,5%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Borç/Sermaye Oranı	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%

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

İNA (milyon TL)	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	1.470	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 (-)	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
Net İşletme Sermayesi Değişimi (+/-)	215	-19	-45	-3	3	-21	1	-6	2	-2	-7	4	5	5	6	7
Serbest Nakit Akımı - FCFE	827	1.220	1.104	1.184	1.268	1.319	1.382	1.476	1.542	1.636	1.540	1.613	1.706	1.810	1.916	2.028
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	1.061	802	732	678	610	553	511	470	439	370	353	341	330	318	306

İNA Analizi Sonucu (milyon TL)

Net Bugünkü Değer (NBD)	8.749
2036 Tasfiye Değeri	1.952
Birikmiş Alacak Bugünkü Değeri	294
Toplam	9.043
Net Borçluluk	-71
Toplam Piyasa Değeri	9.114

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak, İndirgenmiş Nakit Akımları yönteminde, 2036 yılından sonrası için bir Uç Değer hesaplanmamış ancak İşletme Hakkı Devir Sözleşmesine göre imtiyaz süresinin dolmasının akabinde birikmiş alacaklar bir sene içinde ödenir maddesi gereğince 2036 yılı sonunda birikmiş olan endekslenmiş (nominal) itfa alacakları bugüne indirgenmiştir. Bu şekilde, Şirket'in Firma Değeri 9.042.999.355 TL olarak hesaplanmıştır. 30.06.2021 tarihli net borç düzeltmesinin yapılmasıyla ulaşılan piyasa değeri ise 9.114.389.080 TL olmaktadır.

8-Sonuç

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri sırasıyla %40 ve %60 oranında ağırlıklandırılarak hisse değerine ulaşılmıştır. Sonuç olarak, Doğu Aras için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde pay başına düşen ortalama değer 131,20 TL olarak hesaplanmaktadır. Bulunan birim pay değerine %16 oranında iskonto uygulanarak Şirket’in halka arz fiyatı 110,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi	9.114.389.080	60%	5.468.633.448
Piyasa Çarpan Analizi	8.303.969.294	40%	3.321.587.718
Yurtiçi Piyasa Çarpanlarına Göre	7.953.660.160	40%	3.181.464.064
F/K Çarpanı Yöntemi	4.371.826.248	10%	437.182.625
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	7.011.788.765	30%	2.103.536.630
FD/Net Satışlar Yöntemi	9.021.568.176	60%	5.412.940.906
Yurtdışı Piyasa Çarpanlarına Göre	8.537.508.717	60%	5.122.505.230
F/K Çarpanı Yöntemi	7.468.371.984	10%	746.837.198
FD/FAVÖK Çarpanı Yöntemi	6.981.031.819	30%	2.094.309.546
FD/Net Satışlar Yöntemi	9.493.936.622	60%	5.696.361.973
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri			8.790.221.166
Nominal Sermaye Tutarı			67.000.000
Pay Başına Değer			131,20
Halka Arz İskonto Oranı			16,0%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değerleri			7.383.785.779
Halka Arz İskontolu Pay Başına Değer			110,21
Halka Arz Fiyatı			110,00

Kaynak: Tacirler Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Tacirler Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan Doğu Aras fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket’in gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporunda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- Hem “Piyasa Çarpanları” hem de “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca “Piyasa Çarpanları” yönteminde, Şirket’in faaliyet gösterdiği sektörün dinamikleri de dikkate alındığında FD/FAVÖK, F/K ve FD/Net Satışlar çarpanlarının kullanılmasını makul buluyoruz. Ancak FD/FAVÖK ve FD/Net Satışlar çarpanlarına verilen ağırlıkların değerlendirilmesinin hassasiyeti açısından en azından eşit oranda olabileceğini düşünüyoruz. Faaliyet alanı ve ölçek itibarıyla ise faaliyet konusu yalnızca elektrik dağıtım/satışı olan ve büyüklüğü Şirket’e yakın olan şirketlerin seçilmesinin daha uygun olduğu görüşündeyiz. Ayrıca, muhafazakar olmak adına, yurtiçindeki ve yurtdışındaki benzer şirketlerin eşit olarak ağırlıklandırılmasının değerlemeyi daha sağlıklı kılacağı kanaatindeyiz.
- AOSM’nin, risksiz faiz oranının düşeceği varsayılarak yıllara ilişkin değişken olarak hesaplanmasının uygun olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Doğu Aras için %16 halka arz iskontosuyla 110,00 TL halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerin ticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.