



**ORGE ENERJİ ELEKTRİK TAAHHÜT**

**ANONİM ŞİRKETİ**

**DEĞERLEME RAPORU**

**İstanbul, 16 Nisan 2012**

## 1. ŞİRKET DEĞERLEMESİ

Teoride ve uygulamada çok fazla değerleme yaklaşımı mevcut olmakla birlikte öncelikli olarak genel kabul görmüş yaklaşımlar aşağıdaki gibidir:

- İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi
- Piyasa Çarpanları Yöntemi
- Net Aktif Değer Yöntemi
- Temettü Kapitalizasyonu Yöntemi

Bunlara ek olarak birçok değerleme yaklaşımı bulunmasına karşılık, değerleme çalışmasında Orge için en uygun yöntem olarak gördüğümüz "İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi" ve "Benzer Şirket Karşılaştırması" yöntemleri kullanılmıştır.

### 1.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA)

#### 1.1.1. Tanım

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre, bir şirketin değeri gelecekte üreteceği serbest nakit akımlarının şimdiki değerine eşittir. Bu yöntemde, genellikle beş ya da on yıl gibi uzun dönemli projeksiyonlar yapılır. Projeksiyonlardan elde edilen nakit akımları, şirketin, sektörün ve ekonominin taşıdığı risk seviyesine uygun bir iskonto oranı ile bugüne indirgenerek, şirket değeri hesaplanır.

#### 1.1.2. İskonto Oranı

Serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde kullanılması gereken iskonto oranı ağırlıklı ortalama sermaye maliyetidir. Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti, kullanılan kaynakların (borç, özkaynak, ...) her birinin maliyetinin ayrı ayrı ağırlıkları ile çarpılıp, bu değerlerin toplanmasından oluşur.

$$k = \left( \frac{E}{D+E} \right) k_e + \left( \frac{D}{D+E} \right) k_d (1-t)$$

- k : Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti  
 k<sub>e</sub> : Özkaynak Maliyeti  
 k<sub>d</sub> : Borç Maliyeti  
 E : Hisse Senetlerinin Toplam Değeri  
 D : Borcun Piyasa Değeri  
 t : Kurumlar Vergisi Oranı

Özkaynak maliyetini hesaplamak için Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli kullanılabilir.

$$k_e = r_f + \beta_e [E(r_m) - r_f]$$

- r<sub>f</sub> : Risksiz Faiz Oranı  
 β<sub>e</sub> : Özkaynak Betası (Sistemik Riskin Ölçüsü)  
 E(r<sub>m</sub>) - r<sub>f</sub> : Pazarın Risk primi (Beklenen Piyasa Getirisinin Risksiz Faiz Oranını Aşan Kısmı)

İNA yönteminde, projeksiyonlar genellikle beş ya da on yıl gibi dönemler için hazırlanır. Projeksiyon döneminin sonrası için Gordon Büyüme Modeli kullanılarak bir uç değer bulunur. Uç değer ile birlikte projeksiyon dönemi için hesaplanan nakit akımları bugüne indirgenip toplanarak şirket değerine ulaşılır.

$$\text{Şirket Değeri} = \sum_{i=1}^T \frac{C_i}{(1+k)^i} + \frac{\text{Uç Değer}}{(1+k)^T}$$

$$\text{Uç Değer} = \frac{C_T(1+g)}{k-g}$$

- C<sub>i</sub> : Projeksiyon Döneminin i-inci Yılındaki Serbest Nakit Akımı  
 k : İskonto Oranı (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti)  
 C<sub>T</sub> : Projeksiyon Döneminin Son Yılındaki Serbest Nakit Akımı  
 g : Nakit Akımının Projeksiyon Dönemi Sonrası Büyüme Hızı

Yukarıdaki formülde, nakit akımı olarak operasyonel nakit akımı, iskonto oranı olarak da ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti kullanıldığı takdirde, bulunan değer şirket değeridir. Hisse senedi değerine ulaşmak için, önce, şirket değerinden net finansal borçlar (hazır değerler ve menkul kıymetler düşüldükten sonra) rakamı çıkarılarak hisse senetlerinin toplam değerine ulaşılır. Hisse senetlerinin toplam değeri toplam hisse senedi sayısına bölünerek bir hisse senedinin değeri bulunmuş olur. Net Aktif Değer, işletme varlıklarının mevcut piyasa koşullarındaki değerinden işletmenin borçlarının düşülmesi yoluyla hesaplanmaktadır. Diğer bir deyişle, bilançoda yer alan kalemlerin günümüzün cari piyasa değerlerine taşınması işlemini ifade etmektedir. Net Aktif Değerlemede, öncelikle şirketin aktif kalemleri üzerinde düzeltmeler yapılmakta ve daha sonra düzeltilmiş değerden şirketin borçları düşülmektedir.

### 1.1.3. İNA'ya Göre Şirket Değeri

#### Risksiz Faiz Oranı (RFR):

Risksiz faiz oranı, 5 Mart 2014 vadeli gösterge tahvilin 13.04.2012 tarihindeki değeri olarak %9,37 şeklinde alınmıştır.

#### Beta:

Orge'nin Beta'sı, ilk halka arz olmasına da bağlı olarak 1,0 şeklinde kullanılmıştır.

#### Hisse Risk Primi:

Risk primi, belirli bir riskli varlıkla daha az riskli varlığın beklenen getirileri arasındaki farktır. Bu durum, hisse senedi piyasalarında, hisse senedine ne kadarlık bir risk primi biçildiğini veya risksiz getiri olarak kabul edilen Hazine tahvilleri, eurobond'larının üzerinde ne kadarlık ek getiri talep edildiğini gösterir. Değerleme çalışmamızda risk primini, mevcut piyasa koşulları çerçevesinde %7,0 olarak alınmıştır.

#### Borçlanma Maliyeti:

Borçlanma maliyeti, bankalardan talep edilecek kredilere karşılık gelen faiz oranını göstermektedir.

### 1.1.4. Varsayımlar ve Kabuller

- TÜFE ve Büyüme: Aşağıdaki tablodan da görüleceği üzere 2012 – 2016 arasında enflasyonun 2011 yılındaki zirvesinden düşüş trendine gireceği ve bu dönemde TÜFE'nin %5,0 – 8,0 arasında seyredeceği, aynı dönemde Türkiye ekonomisindeki büyümenin ise ortalama %4.3 seviyesinde olacağı öngörülmüştür.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
TÜFE (%)	6,5	6,4	10,5	8,0	7,0	6,0	5,5	5,0
Büyüme (%)	-4,8	8,9	8,0	2,5	4,0	5,0	5,0	5,0

- Dolar ve Euro: Gelişmiş ülkelerin ve Avrupa'nın aksine yaşanan global krizden sınırlı ve geçici etkilenen Türkiye'ye yönelik fon akışının ilerleyen yıllarda da devam edeceği varsayımıyla paritelere ilişkin tahminlerimiz aşağıdadır.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
USD/TL (Ort. Alış)	1,5471	1,5004	1,6700	1,7000	1,6575	1,6161	1,5757	1,5363
EUR/TL (Ort. Alış)	2,1505	1,9894	2,3224	2,2950	2,1879	2,1009	2,0484	1,9972
EUR/USD (Ort. Alış)	1,3901	1,3259	1,3907	1,3500	1,3200	1,3000	1,3000	1,3000

- Orge'nin 2012 – 2016 arasında net dağıtılabilir kar üzerinden yıllık %50-75 oranlarında temettü dağıtacağı, kurumlar vergisinin ise mevcut %20 seviyesinde kalacağı varsayılmıştır.

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Temettü Oranı	0%	0%	0%	0%	50%	50%	75%	75%
Kurumlar Vergisi	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Yasal Yedekler	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

- Şirketin Ocak – Mart 2012 arasına yansıyan 7,5 milyon TL tutarında gerçekleşen iş anlaşmasının yanı sıra yılsonuna kadar 2012 yılına yansıyacak şekilde 19,9 milyon TL tutarında daha sözleşme imzalayacağı tahmin edilmiştir. Şirketin iş yaptığı sektörün Türkiye ekonomisi ile doğrudan ilişkili olması, ekonomik büyüme ve daralma ile doğru orantılı seyir göstermesi, ilerleyen yıllarda da istikrarlı büyümeye devam edeceği tahmin edilen Türkiye ekonomisine bağlı olarak, şirket cirosunun geçmiş yıllardaki dalgalanmanın aksine düzenli şekilde artacağı öngörüsünde bulunmamıza neden olmuştur.
- Bu kapsamda, Orge'nin vermiş olduğu tekliflerin yaklaşık %20'lik kısmının kazanılmasını göz önünde bulundurarak, 2012 – 2013 yıllarında vereceği toplam 413 milyon TL tutarındaki teklifin toplam 71,5 milyon TL'lik bölümünün, 2014 – 2016 arasında ise toplam 181,3 milyon TL'lik kısmın kazanılacağı tahmin edilmiştir. (Yıllık ortalama 50,5 milyon TL)
- Halka arz sonrası Şirkete girmesi beklenen taze kaynağın, kurumsallaşmanın ve reklamların etkisiyle 2014 – 2016 yılları arasında verdiği tekliflerin kazanılma oranının %20'den %25'e yükseleceği öngörülmüştür.
- Şirketin cirosunu oluşturan tekliflerin, ilerleyen yıllarda Türkiye ekonomisindeki büyümenin 2 katı seviyesinde artış göstereceği baz alınmıştır. İş anlaşmalarının yaklaşık 2 yıllık bir süreyi kapsamaması nedeniyle alınan işlerden gelen ciro iki yıla düzgün olarak %50-50 şeklinde dağıtılmıştır.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	
CİRO (TL)	8.005.210	2.704.580	16.182.698	27.424.349	44.097.532	51.022.838	62.033.029	68.236.332	
				2012T	2013T	2014T	2015T	2016T	
Devam Eden Projelerden Bekle. Gelirler (1)				1	2.722.288	2.722.288			
				2	43.512				
				3	1.406.605				
				4	1.920.000				
				5	420.000				
				6	1.020.000				
2012'deki Tekliflerden Gelmesi Beklenen				7	19.891.945	19.891.945			
2013'deki Tekliflerden Gelmesi Beklenen				8		21.483.300	21.483.300		
2014'deki Tekliflerden Gelmesi Beklenen				9			29.539.538	29.539.538	
2015'deki Tekliflerden Gelmesi Beklenen				10				32.493.491	
2016'deki Tekliflerden Gelmesi Beklenen				11					
				12					
				13					
				14					
				15					
				Toplam	27.424.349	44.097.532	51.022.838	62.033.029	68.236.332
Verilecek Tahmini Teklif Tutarları				198.919.446	214.833.001	236.316.302	259.947.932	285.942.725	

- Ortalama dolar / TL paritesinin 2011 yılındaki %11,3'lük artışının ardından 2012 yılında da %1,8 artış gösterdikten sonra 2013 – 2016 arasında %2,5 oranında gerileyeceği varsayılmıştır.

Gerçekleşen Teklifler		Teklif Verilen Projeler	Teklif Tutarı (TL)	Teklif Tarihi	Son Durum
<b>1 Mall of İstanbul AVM:</b>		1 Timsah Arena Bursa Stadi	34.495.887	19.12.2011	Sonuçlanmadı
Başlama Tarihi: Mart 2012		2 Mall of İstanbul AVM	28.496.789	07.02.2012	Sonuçlanmadı
Tamamlanma Tarihi: 30.09.2013		3 Mertrans Ramada Otel	12.669.618	06.03.2012	Sonuçlanmadı
2012ve sonrasına sarkan kısmı:	5.444.575	4 Tuzla Evora Evleri	8.061.970	26.02.2012	Sonuçlanmadı
		5 Soyak Soho Evleri	4.830.000	08.03.2012	Sonuçlanmadı
<b>2 Nida Antakya AVM:</b>		6 Prime Mall Antep AVM	21.169.200	25.11.2011	Sonuçlanmadı
Başlama Tarihi: Ekim 2011		7 Samsun Fuar ve Kongre Merkezi	5.881.261	03.03.2012	Sonuçlanmadı
Tamamlanma Tarihi: 30.04.2012		8 Mecidiyeköy İş Merkezi	1.702.307	06.03.2012	Sonuçlanmadı
2012ve sonrasına sarkan kısmı:	43.512	9 Adalet Bakanlığı Ek Binası	3.418.154	24.01.2011	Sonuçlanmadı
		10 Antioche AVM	9.529.936	26.12.2011	Sonuçlanmadı
<b>3 Deluxia Palace ve Suites:</b>		11 Forum Kayseri Sinema	416.047	07.01.2012	Sonuçlanmadı
Başlama Tarihi: Ekim 2010		12 ADV Vakfı Meslek Lisesi	800.175	17.01.2012	Sonuçlanmadı
Tamamlanma Tarihi: 30.05.2012		13 BSH Küçük Ev Aletleri Fabrikası	3.079.448	29.02.2012	Sonuçlanmadı
2012 ve sonrasına sarkan kısmı:	1.406.605	14 Bursa Belediye Hizmet Binası	7.587.700	08.03.2012	Sonuçlanmadı
		15 Konya Stadi	9.313.482	10.09.2011	Sonuçlanmadı
<b>4 Deluxia Dragos Konutları:</b>		16 Adalet Bakanlığı Dinlenme Evi Antalya	3.737.500	28.02.2012	Sonuçlanmadı
Başlama Tarihi: Mart 2012		17 Dumlupınar Tıp Fakültesi	1.520.387	24.01.2012	Sonuçlanmadı
Tamamlanma Tarihi: 30.04.2012		18 Adalet Bakanlığı Silivri Projesi	3.047.500	09.03.2012	Sonuçlanmadı
2012 ve sonrasına sarkan kısmı:	1.920.000	.....			
		.....			
<b>5 Beşiktaş Deniz Müzesi 2.Etap:</b>		Son verilen ve verilecek teklifler	60.000.000		Sonuçlanmadı
Başlama Tarihi: Eylül 2010					
Tamamlanma Tarihi: 30.09.2012					
2012 ve sonrasına sarkan kısmı:	420.000				
<b>6 A.K.Ü Yurt Binaları Faz 2:</b>					
Başlama Tarihi: Şubat 2012					
Tamamlanma Tarihi: 30.09.2012					
2012 ve sonrasına sarkan kısmı:	1.020.000				

- 2012 ve 2013 yıllarında hammadde ve malzeme maliyetinin enflasyon oranında artacağı tahmin edilmiştir. 2014 yılında global çapta Merkez Bankalarının (FED, Avrupa Merkez Bankası vb) faiz artırımına gideceği öngörüsü nedeniyle emtia fiyatlarında yavaşlama olacağı, 2015 – 2016 yıllarında ise emtia fiyatlarınıneksiye geçerek hammadde ve malzeme maliyetindeki artışın duracağı beklenmektedir. Bu çerçevede, satışların maliyetinde sınıflandırılan birim işçilik maliyetinin enflasyonun altında artacağı, 2014 yılında malzeme maliyeti artış oranının enflasyonun yarısı kadar olacağı, 2015 ve 2016 yıllarında ise değişmeyerek satışlardaki artış oranı kadar artacağı varsayılmıştır.
- Birim işçilik maliyetinin 2012 – 2013 yıllarında enflasyonun 2 puan altında, 2014 – 2015 yıllarında enflasyonun 1 puan altında, 2016 yılında ise enflasyon oranı kadar artacağı öngörülmüştür.

Ortalama Çalışan Sayısı	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Yönetim Kadrosu	7	6	8	11	11	12	12	13
Mühendislik Kadrosu	3	2	5	12	15	18	22	25
Şantiyeler	92	82	252	330	480	490	500	500
Muhasebe + Finans	2	2	2	3	4	5	5	5
Bilgi İşlem	0	0	0	3	6	7	7	7
<b>Toplam</b>	<b>104</b>	<b>92</b>	<b>267</b>	<b>359</b>	<b>516</b>	<b>532</b>	<b>546</b>	<b>550</b>

- Faaliyet giderlerinde yer alan personel ücret artışlarının satışların maliyetine gibi benzer şekilde artacağı, genel yönetim giderlerinin ise enflasyona paralel artış sergileyeceği öngörülmüştür.

FAALİYET GİDERLERİ	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri	0	0	0	0	0	0	0
Genel Yönetim Giderleri	987.208	701.240	1.461.604	1.938.011	2.394.589	2.764.494	3.155.129
DIŞARDAN SAĞLANAN FA	752.739	634.362	1.324.549	1.759.366	2.175.749	2.514.026	2.869.269
<b>FAALİYET GİDERLERİ</b>	<b>1.061.811</b>	<b>800.696</b>	<b>1.918.052</b>	<b>2.480.497</b>	<b>3.010.823</b>	<b>3.429.893</b>	<b>3.869.693</b>

- Şirketin Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller kalemi altında gösterdiği ve barter anlaşmalarından gelen 14 adet gayrimenkulünü 2016 yılına kadar satarak nakde geçeceği beklenmektedir. Bu kapsamda, 2012 – 2014 arasında toplam 9 adet (her yıl 3 tane), 2015 ve 2016 yıllarında ise 2'şer adet gayrimenkul satacağı varsayılmıştır.

- Şirket ayrıca, Hatay'da yer alan ve bilançoda 1.760.000 TL toplam bedelle gösterilen arazisi üzerinde bir firmaya anahtar teslim iş anlaşması yapacaktır. Toplam 15 milyon TL gelir elde edileceği beklenen bu projeden masraflar için müteahhit firmaya 6 milyon TL tutarında ödeme yapılacağı, toplam 1 milyon TL de reklam, tanıtım çalışmaları için gider oluşacağı tahmin edilmiştir. Bu doğrultuda, Orge'ye proje sonrası giderler çıktığında (arsa maliyeti + reklam + müteahhit) 6,2 milyon TL net gelir geleceği öngörülmüş, bu gelirin 2012 – 2014 arasında net yansımalarının 0,4 milyon TL – 3,44 milyon TL – 2,4 milyon TL olacağı tahmin edilmiştir.
- Orge'nin gerek halka arz geliri, gerekse Sariseki evleri projesinden sağlanan nakit akışı ve faaliyet gelirlerinin şirketin ilerleyen yıllardaki tahsil ve ödeme sürelerinde rahatlama sağlayacağı ve aşağıdaki gibi devir hızı yapısına ulaşacağı beklenmektedir.

DEVİR HIZLARI (GÜN)	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Alacak tahsil süresi (gün)	63,4	147,7	29,2	60,0	90,0	110,0	120,0	130,0
Borç ödeme süresi (gün)	139,2	411,9	48,5	60,0	90,0	110,0	120,0	130,0
Stok tutma süresi (gün)	19,1	218,8	29,5	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0

- Orge'nin yaratması beklenen nakit akımına dayalı olarak 2013 – 2014 yıllarında %50, 2015 – 2016 yıllarında ise %75 oranında temettü ödemesi yapacağı öngörülmüştür. Ayrıca, şirketin 2012 – 2016 yıllarında yeni bir nakit sermaye artırımını yapmayacağı ve finansal borçlanmaya gitmeyeceği tahmin edilmiştir.

	2009	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
<b>Finansal Faaliyetler</b>								
Finansal borçları ile ilgili nakit girişler	166.200	13.468	1.339.592	-19.260	-500.000	-500.000	-500.000	0
Varlık Barışı nedeniyle girişler (+)	3.100.000	0	0	0	0	0	0	0
Sermaye artırımları ve emisyon primi	125.317	3.610.000	0	10.500.000	0	0	0	0
Temettü ödemeleri	0	0	0	0	-1.742.625	-3.575.316	-4.463.724	-4.068.614
Halka arz giderleri	0	0	0	-834.500	0	0	0	0
Finansman faaliyetlerinden elde edilen nakit	3.391.517	3.623.468	1.339.592	9.646.240	-2.242.625	-4.075.316	-4.963.724	-4.068.614

## İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİNE GÖRE ŞİRKET DEĞERİ

İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ							
TL	2010	2011	2012T	2013T	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	2.704.580	16.182.698	27.424.349	44.097.532	51.022.838	62.033.029	68.236.332
Satışların Maliyeti (-)	1.660.597	14.533.285	23.579.605	39.068.225	45.986.296	55.134.655	60.453.682
<b>Brüt Kar / Zarar</b>	<b>1.043.983</b>	<b>1.649.413</b>	<b>4.242.744</b>	<b>8.473.308</b>	<b>7.434.542</b>	<b>6.898.374</b>	<b>7.782.650</b>
Brüt Kar Marjı	38,6%	10,2%	15,5%	19,2%	14,6%	11,1%	11,4%
Faaliyet Kar / Zararı (Sanseki hariç)	27.051	471.485	1.926.693	2.548.810	2.025.719	3.468.481	3.912.957
Amortisman (+)	55.176	59.036	47.849	57.849	67.849	77.849	87.849
<b>FAVÖK</b>	<b>82.227</b>	<b>530.521</b>	<b>1.974.542</b>	<b>2.606.659</b>	<b>2.093.568</b>	<b>3.546.330</b>	<b>4.000.806</b>
FAVÖK Marjı	3,0%	3,3%	7,2%	5,9%	4,1%	5,7%	5,9%
Vergi (-)	59.763	-196.254	-819.001	-1.834.865	-1.525.195	-1.444.621	-1.563.209
Yatırım Harcamaları (-)	30.461	26.276	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Net İşletme Sermayesi	1.374.027	-274.811	2.605.758	4.513.012	5.371.135	6.894.013	7.848.208
İşletme sermayesindeki değişim (-)	-2.310.605	1.648.838	-2.880.569	-1.907.255	-858.122	-1.522.878	-954.196
<b>SERBEST NAKİT AKIMLARI</b>	<b>2.302.608</b>	<b>-948.339</b>	<b>5.624.111</b>	<b>6.298.779</b>	<b>4.426.885</b>	<b>6.463.828</b>	<b>6.468.211</b>
Risksiz Faiz Oranı			9,4%	9,4%	9,4%	9,4%	9,4%
Beta			1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi			7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Hisse Risk Primi			7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Sermaye Maliyeti			16,4%	16,4%	16,4%	16,4%	16,4%
Borçlanma Maliyeti			14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%
Borç / Özkaynak			37,6%	47,8%	51,8%	61,4%	67,8%
Vergi Oranı			20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (WACC)			15,0%	14,7%	14,6%	14,4%	14,4%
İskonto Faktörü		1,00	1,15	1,32	1,51	1,73	1,98
<b>NAKİT AKIMLARININ BUGÜNKÜ DEĞERİ (FCF)</b>			<b>4.891.513</b>	<b>4.775.495</b>	<b>2.928.068</b>	<b>3.736.557</b>	<b>3.267.870</b>
Firma Değeri (2012 - 2016)	19.599.504						
Uç Büyüme Oranı (%) (2016 sonrası)	2,0%						
Uç Değerin Şimdiki Değeri	26.838.030						
Net Nakit / (Borç)	12.465.798						
<b>Piyasa Değeri (TL)</b>	<b>58.903.332</b>						

Bu çerçevede, indirgenmiş nakit akımları analizine göre yaptığımız hesaplamada şirketin piyasa değeri 58,9 milyon TL olarak çıkmaktadır.

## 1.2. Emsal Karşılaştırma

### 1.2.1. Tanım

Pazar yaklaşımı, değerlendirme konusu şirketi, piyasada satılmış benzer nitelikli şirketlerle, şirket mülkiyet haklarıyla ve menkul kıymetlerle karşılaştırmak olarak tanımlanır. Bu yaklaşımda kullanılan veri kaynakları arasında en sık kullanılan üçü şunlardır:

- Halkın alım satım yaptığı Menkul Kıymet Borsaları,
- Şirketlerin blok satışının yapıldığı piyasalar, (Toptan Satış Pazarları)
- Değerleme konusu şirketin mülkiyetine yönelik daha önceden gerçekleştirilmiş işlemler.

Bu raporda, değerlendirme konusu şirketin İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'ndaki ilgili olduğu sektörde yer alan emsal şirket verilerinden hareketle değerlemesi yapılmıştır.

### 1.2.2. İMKB Çarpanlarına Göre Karşılaştırma

Orge Enerji, mevcut kriterleri itibarıyla İstanbul Menkul Kıymetler Borsası'nda "İkinci Ulusal Pazar"da işlem görebilecek bir şirkettir ve bu nedenle "Benzer Şirket Karşılaştırması ve/veya Yurtiçi Piyasa Çarpanları" analizinde bu pazarda yer alan Anel Elektrik'le karşılaştırması yapılmalıdır ve yapılmıştır. Şirketin elektrik taahhüt sektöründe faaliyet göstermesi ve İMKB'de bu anlamda kendine tek ve en yakın olan Anel Elektrik'in (ANELE) bulunması nedeniyle ANELE ait piyasa çarpanlarının kullanılması gerekmektedir. Şirketin ciro, özkaynaklar vb. değerleri itibarıyla küçük olması, İMKB Ulusal Pazar'la kıyaslama yapmayı anlamsızlaştırmaktadır ve buna bağlı olarak da İMKB-100 ile karşılaştırma, değerlemede kullanılmamıştır. Karşılaştırma analizinde "İMKB-100 endeksinin" kullanılmamasına karşılık işlem görmesi beklenen pazar olan İMKB II. Ulusal Pazar'ının verilerinin değerlendirilmesinde kullanılması uygun görüyoruz. Her ne kadar benzer şirket yönteminin daha yakın sonuçlar vereceğini düşünüyor olsak da, II. Ulusal Pazar karşılaştırması yapmak da değerlemeyi hassaslaştırma anlamında göz önünde bulundurulmalıdır. Bu nedenle, Emsal Karşılaştırma içerisinde benzer şirketin oranını %80 gibi yüksek seviyede belirliyor, II. Ulusal Pazar'a ise %20 ile sınırlandırıyoruz ve İMKB-100 endeksini %0 olarak kullanıyoruz. İMKB-100 endeksi ve II. Ulusal Pazar'a ait dört çarpanın hesaplanmasında daha yüksek hassasiyet sağlayabilmek için, İMKB Mali Endeks'te yer alan şirketlere ait veriler FD/Satışlar ve FD/FAVÖK oranlarının hesaplanmasında kullanılmamıştır (mali endeks şirketlerinin bu oranların kullanımında anlamlı olmaması sebebiyle).

#### a) Benzer Şirket Karşılaştırması:

Anel Elektrik'in geçtiğimiz günlerde açıklamış olduğu 2011 yılı 12 aylık sonuçlarının ardından piyasa çarpanlarına baktığımızda, Fiyat / Kazanç (F/K), Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar) ve Firma Değeri / Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FAVÖK) oranlarının makul karşılanabilecek değerler sınırında olduğunu görmekteyiz. Bu nedenle, benzer şirket karşılaştırmasında dört piyasa çarpanının her birinin ağırlığını, eşit olarak %25 seviyesinde kullanmayı uygun görmekteyiz.

#### b) İMKB II. Ulusal Pazar:

II. Ulusal Pazar'a ait F/K ve FD/FAVÖK oranlarının gerek benzer şirket karşılaştırmasına göre, gerekse de İMKB-100 endeksine göre hayli yüksek seviyelerde bulunması nedeniyle, değerlendirilmede daha konservatif bir tutum takınmak ve uç değer etkisini minimize etmek amacıyla kendi içerisindeki ağırlıklandırma bu çarpanları %0 şeklinde belirliyoruz. Buna karşılık, PD/DD ve FD/Satışlar oranlarını ise, %50 ile eşit ağırlıklandırarak değerlendirilmede olası şişkinliğin önüne geçmeyi amaçlıyoruz.

#### Çarpan Analizinde Kullanılan Ağırlıklar

1. Benzer Şirketler	80,0%
2. İMKB-100 Endeksi	0,0%
3. İMKB II. Ulusal Pazar	20,0%

**Çarpan analizinde baz alınabilecek şirketler / sektörler ve çarpan değerleri:**

(13.04.2012 itibarıyla)	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK
ANELE ANEL ELEKTRİK	9,63	1,09	0,80	8,29
<b>Benzer Şirket Karşılaştırması</b>	<b>9,63</b>	<b>1,09</b>	<b>0,80</b>	<b>8,29</b>
<b>İMKB-100 Endeksi</b>	<b>10,42</b>	<b>1,56</b>	<b>1,01</b>	<b>7,40</b>
<b>İMKB 2.Ulusal Pazar</b>	<b>43,94</b>	<b>2,66</b>	<b>1,84</b>	<b>32,86</b>
*Veriler Finnet'ten alınmıştır.				

**HALKA ARZ SONRASI TAHMİNİ ( 2012-T ) VERİLERLE:**

( TL )	Sermaye (2012T)	Özsermaye (2012T)	Net Kar/Zarar (2012T)	Net Satışlar (2012T)	Piyasa Değeri (Tahmini)
ORGE (Halka Arz Sonrası)	10.000.000	22.024.517	3.668.685	27.424.349	<b>36.686.335</b>

Çarpan Ağırlıkları --->	ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ				
	25%	25%	25%	25%	
	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK	
1. BENZER ŞİRKET (ANELE)	35.944.724	24.003.022	34.445.857	28.640.574	
	<b>TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ ( TL )</b>				<b>30.658.544</b>

Çarpan Ağırlıkları --->	ÇARPANLARA GÖRE TAHMİNİ PİYASA DEĞERLERİ				
	0%	50%	50%	0%	
	F / K	PD / DD	FD / Satışlar	FD / FAVÖK	
2. İMKB İ ULUSAL PAZAR	161.213.682	58.937.737	62.957.197	77.354.390	
	<b>TAHMİNİ PİYASA DEĞERİ ( TL )</b>				<b>60.797.497</b>

Bu çerçevede, Benzer Şirket Karşılaştırmasına göre yaptığımız hesaplamada şirketin piyasa değeri 36,7 milyon TL olarak çıkmaktadır.

**1.3. Şirket Değeri****1.3.1. Şirketin Toplam Değeri**

Değerleme çalışmalarımız sonucu,

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 58.903.332 TL
- Emsal Karşılaştırma Yöntemi kullanılarak hesaplanan özkaynak değeri 36.686.335 TL

olarak belirlenmiştir. İNA yönteminin kavramsal olarak güçlü bir değerlendirme yöntemi olmasına karşılık değerlendirilmede ortaya koyduğu yüksek seviyeye konservatif davranmayı gerektiriyor. Bu nedenle, Şirket Değeri hesabında tutucu bir tutum takınarak İNA – Çarpan Analizi ağırlığını %35 - 65 olarak belirliyoruz.

( TL )	INA	Çarpan Analizi
Ağırlığı	35%	65%
Piyasa Değeri	58.903.332	36.686.335
<b>Nihai Özkaynak Değeri</b>	<b>44.462.284</b>	

**1.3.2. Halka Arzda Birim Hisse Değeri**

Şirketin halka açılmasında yatırımcılar için %20 oranında iskonto uygulanması planlanmaktadır. Buna göre, 44.462.284 TL olan nihai özkaynak değerine %20 oranında iskonto uygulandığında, **toplam şirket değeri 35.569.827 TL** olmaktadır.




Nihai Özkaynak Değeri	44.462.284
Halka Arz İskontosu (%20)	8.892.457
<b>Halka Arz İskontosuna Göre Piyasa Değeri</b>	
%20 Halka Arz İskontosuyla Piyasa Değeri	35.569.827
Halka Arz Sonrası Sermaye	10.000.000
<b>1 Adet Hissenin Halka Arz Fiyatı</b>	<b>3,56</b>

Şirketin halka açılma sonrası çıkarılmış sermayesi 10.000.000 TL'ye ulaşacaktır. Buna göre 1 TL nominal değerli bir adet hissenin halka arz satış fiyatı **3,56 TL** olarak tespit edilmiştir.

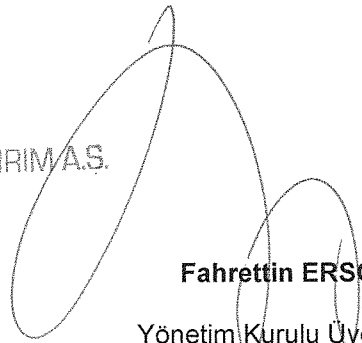
İstanbul, 16 Nisan 2012

ETİ YATIRIM A.Ş.

 ETİ YATIRIM A.Ş.

**Adem ÖZEN**

Araştırma ve Kurumsal  
Finansman Yönetmeni

 ETİ YATIRIM A.Ş.

**Fahrettin ERSOY**

Yönetim Kurulu Üyesi ve  
Genel Müdür