

ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş. FİYAT TESPİT RAPORU



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

25.04.2013

www.bmd.com.tr

Kurumsal Finansman
Departmanı

Burada yer alan yatırım, bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.
2013


BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



25.04.2013

Sermaye Piyasası Kurulu Ortaklıklar Finansmanı Dairesi'ne

Ankara

Konu: Odaş Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş. (ODAŞ) Fiyat Tespit Raporu

Bizim Menkul Değerler A.Ş. olarak Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.'nin Borsa İstanbul'da halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme çalışmasını yapmış bulunmaktayız. Bu çalışmanın amacı Şirket'in borsada işlem görmesi için referans fiyat belirlemek ve Şirket hakkında yatırımcılara ve Şirket ortaklarına bilgi vermektir. Halka arz işlemlerine ilişkin değerlendirme, elde ettiğimiz finansal verilerin ve diğer bilgilerin gözden geçirilip yönetimin beklentileri ile ilgili düşünceleri ve değerlendirme tarihi itibarıyla hakim olan ekonomik ve finansal koşulların analizinden oluşmaktadır. Şirket'in finansal durumuna ait bilgiler Sermaye Piyasası Kurulu Seri XI No:29 Sayılı Tebliği'ne göre bağımsız denetimden geçmiş 31 Aralık 2010, 31 Aralık 2011 ve 31 Aralık 2012 tarihli mali tablolardan elde edilmiştir.

Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. indirgenmiş nakit akımı, F/K ve FD/FAVÖK yöntemleri ile değerlemeye tabi tutulmuş ve bu değerlendirme metodlarına belirli ağırlıklar verilerek şirket değeri tespit edilmiştir. Sonuç olarak Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.'nin halka arz öncesi piyasa değeri 150 milyon TL, halka arz hisse birim fiyatı ise 5,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Metodoloji	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)
İNA	50,0%	204.815.569
9,2x FD/FAVÖK12 (Yurtdışı)	25,0%	184.441.492
15,6x F/K12 (Yurtdışı)	12,5%	228.309.354
9,5x FD/FAVÖK13T (Yurtdışı)	0,0%	386.662.267
14,0x 13T F/K (Yurtdışı)	0,0%	349.672.319
13,5x Cari FD/FAVÖK (Yurtiçi)	0,0%	322.433.652
15,9x Cari F/K (Yurtiçi)	12,5%	232.699.919
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri		206.144.317
Halka Arz İskontosu		27,2%
İskontolu Piyasa Değeri		150.000.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye		30.000.000
Halka Arz Birim Hisse Fiyatı		5,00
Halka Arz Edilen Nominal Hisse Adedi		12.000.000
Halka Arz Geliri		60.000.000
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri		210.000.000
Halka Açıklık Oranı		28,6%
Halka Arz Çarpanları		
FD/FAVÖK12x		8,1
F/K12x		10,2
FD/FAVÖK13Tx		5,0
F/K13Tx		8,4
F/K12x Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri ve 2012 Net Karı ile Hesaplanmıştır.		
F/K13x Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri ve 2013 Net Karı ile Hesaplanmıştır.		

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Reşat Karabıyık
Genel MüdürAvşar Sungurlu
Genel Müdür Yardımcısı

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



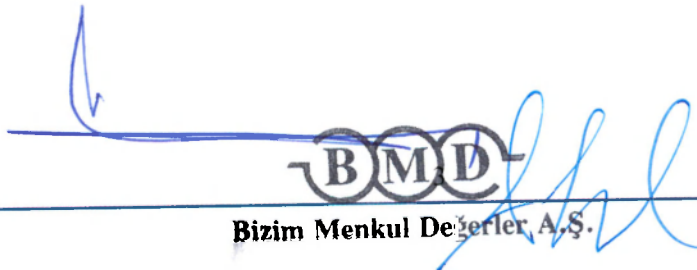
ODAŞ ENERJİ



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

İçindekiler

RAPORDA KULLANILAN KISALTMALAR	4
ODAŞ GRUBU	6
ODAŞ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.	6
PERSONEL DURUMU	7
ORTAKLIK YAPISI & ORTAKLAR	7
KORKUT ÖZAL	8
ABDULKADİR BAHATTİN ÖZAL	8
BURAK ALTAY	8
ODAŞ İŞTİRAK YAPISI	9
VOYTRON ELEKTRİK TOPTAN SATIŞ DIŞ TIC. A.Ş.	9
AĞRI ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ TİCARET A.Ş.	9
KÜÇÜK ENERJİ ÜRETİM VE TİCARET LTD. ŞTİ.	10
HİDRO ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ A.Ş.	10
ENA ELEKTRİK ÜRETİM LTD. ŞTİ.	10
YEL ENERJİ ELEKTRİK ÜRETİM SAN. TIC. A.Ş.	10
ODAŞ DOĞALGAZ TOPTAN SATIŞ SANAYİ VE TİCARET A.Ş.	10
YATIRIMLAR	12
ŞANLIURFA DOĞALGAZ SANTRALİ YATIRIMI	12
GELECEK DÖNEM YATIRIMLARI	13
DEĞERLEME VARSAYIMLARI	14
HEDEF 999 MİLYON KWH ELEKTRİK ÜRETMEK	17
OPTİMİZASYON İLE SAĞLANAN YÜKSEK FAVÖK MARJI	18
2013 YILINA HIZLI BAŞLANGIÇ	20
GİDERLER	21
ODAŞ DOĞALGAZ SANTRALİ NAKİT AKIMI	23
KÖPRÜBAŞI HES NAKİT AKIMI	24
HİSAR HES NAKİT AKIMI	25
VOLKAN HES NAKİT AKIMI	26
VOYTRON NAKİT AKIMI	27
KONSOLİDE NAKİT AKIMI	28
İNA MODELİ DEĞER HESABI	29
ÇARPAN ANALİZİ	30
HALKA ARZ DEĞERİ	31
AĞRI DOĞALGAZ SANTRALİ NAKİT AKIMI	33
FİNANSAL ANALİZ	34
2013 YILINDA YÜKSEK CİRO VE FAVÖK BÜYÜME BEKLENTİSİ	34
FAVÖK KÖPRÜSÜ	36
BİLANÇO ANALİZİ	37
HALKA ARZ SONRASI 104 MİLYON TL ÖZKAYNAK	37
FİNANSAL BORÇLAR	38
KİST GELİR TABLOSU	39
ELEKTRİK SEKTÖRÜ	40
NEDEN ODAŞ?	43
HALKA ARZ METODOLOJİSİ & HALKA ARZ GELİRİ KULLANIM YERLERİ	44



Raporda Kullanılan Kısaltmalar

Kısaltmalar		
Kısaltma	Açıklama	
PD	Piyasa Değeri	Şirketin Değeri
Net Borç	Finansman Amaçlı Alınmış ve Verilmiş Olan Tüm Borçların Farkı - Hazır Değerler	
FD	Firma Değeri	Piyasa Değeri+ Net Borç
FAVÖK	Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar	Brüt Kar-Faaliyet Giderleri+Amortisman
İNA	İndirgenmiş Nakit Akımı	Değerlemede Genel Kabul Görmüş Yöntemlerden Birisi
Çarpan	Halka Açık Şirketlerin Piyasa Değeri ve Bazı Mali Tablo Verilerinin Oranı	FD/FAVÖK, F/K, PD/DD ve FD/SATIŞ Oranlarından Her Biri
F/K(x)	Fiyat Kazanç Oranı	Şirket Piyasa Değeri/Yıllık Net Kar
FD/FAVÖK(x)	Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı	Şirket Firma Değeri/Yıllık FAVÖK
PD/DD(x)	Piyasa Değeri/Defter Değeri Çarpanı	Şirket Piyasa Değeri/Son Dönem Özkaynak
FD/Satışlar	Firma Değeri / Ciro Çarpanı	Şirket Firma Değeri/Yıllık Net Satışlar
FD/FAVÖK11G	Firma Değeri / 2011 Yılı FAVÖK	Cari şirket firma değerinin 2011 yılı gerçekleşen yıllık FAVÖK'e bölünmesi
FD/FAVÖK12T	Firma Değeri / 2012 Yılında Beklenen FAVÖK	Cari şirket firma değerinin 2012 yılı beklenen yıllık FAVÖK'e bölünmesi
F/K 11G	2011 Yılı Fiyat Kazanç Oranı	Cari şirket piyasa değerinin 2011 yılı gerçekleşen yıllık net kara bölünmesi
F/K 12T	2012 Yılı Beklenen Fiyat Kazanç Oranı	Cari şirket piyasa değerinin 2012 yılı beklenen yıllık net kara bölünmesi
PEG	(Price to Earning Growth)	(FD/FAVÖK)/(Gelecek 3 yılda ortalama FAVÖK Büyümesi)
BYBO	Bileşik Yıllık Büyüme Oranı	
NAD	Net Aktif Değer	Varlık ve Borçların Rayiç Değerlerinin Farkı


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

ODAŞ

Enerji Sektörü

Grup 2005 Yılından Bu Yana Enerji Sektöründe...

- Korkut Özal, Bahattin Özal ve Burak Altay**'in yönettiği enerji grubu 2005 yılından bu yana sektörde faaliyet göstermekte olup 2010 yılında Odaş'ın merkez şirket olmasına karar verilmiştir. Odaş'ın Urfa'daki doğalgaz santrali **2012 yılında 88,2 MW ortalama kurulu güç ile çalışırken 2012 sonu itibariyle kurulu gücü 128 MW'a** ulaşmıştır. Şirket mevcut doğalgaz motorlarının elektrik üretmesi sonucu oluşan buharı da değerlendirebilmek adına **12 MW kurulu güçte kombine çevrim** yatırımına başlamış olup **2013 Haziran** itibariyle bu yatırımı tamamlayıp **140 MW kurulu güce** ulaşmayı planlamaktadır. Nisan 2013 itibariyle kombine çevrim yatırımı yaklaşık **%85** oranında tamamlanmıştır. Odaş'ın **2012 Eylül** ayında **%100** hissesini satın alarak konsolide ettiği Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Ticaret A.Ş. sahip olduğu **20 yıllık** toptan elektrik satış lisansına istinaden ikili anlaşmalar yoluyla serbest tüketicilere elektrik satışı gerçekleştirmektedir. 2012 sonu itibariyle **Türk Telekom, Avea ve İkitelli OSB** ile imzalanan elektrik satış sözleşmelerinin de etkisiyle **616 müşteri** ve Türkiye'deki **190.234 adet elektrik sayacının 31.359 tanesine** elektrik tedarik etmekte ve sayaç sayısına göre sektörde lider pozisyonda bulunmaktadır. Serbest tüketici limitinin her yıl düşmesiyle 2015 yılında Voytron **bireysel tüketicilere** de satış yapabilme imkanına kavuşacaktır.

140 MW Kurulu Güç...

- Odaş, hem enerji portföyünü çeşitlendirmek hem de Voytron'un oluşturduğu satış ağına enerji tedarik desteği verebilmek adına **63 MW doğalgaz santrali lisansına** sahip Ağrı Elektrik'in **%70'ini**, **8,2 MW hidroelektrik santrali lisansına** sahip Küçük Enerji'nin **%90'ını**, **1,9 MW hidroelektrik santrali lisansına** sahip Hidro Enerji'nin **%100'ünü** ve **9,4 MW hidroelektrik santrali lisans başvurusu** olan Ena Enerji'nin **%80'ini** satın almıştır. Aynı zamanda dikey entegre yapıyı oluşturma amaçlı doğalgaz ithalat ve ticaret yapabilme gayesiyle **50%** oranında ODAŞ Doğalgaz firmasına iştirak etmiştir. Planlanan yatırım programına göre 2015'in başından itibaren toplam **215 MW kurulu güce** ulaşılacaktır. Ek olarak Şirketin **350 MW'lık kömür santrali lisans süreci devam etmekte olup iştiraki Hidro Enerji olarak 240 MW'lık Cizre Barajı'nın imtiyaz hakkını almak amaçlı Devlet Su İşleri'ne müracaatta** bulunulmuştur. 2012 yılsonunda Grup, **258 milyon TL ciro**, **32 milyon TL FAVÖK** ve **14,6 milyon TL net kar** üretmiştir. 2012 yılında Haziran ayında yatırımın entegrasyonu amacıyla santral üretim yapmazken 2012 yılında santral, yatırımın etap etap devreye girmesi nedeniyle eksik kurulu güçle çalışmıştır. 2013 yılında tam kapasite ile çalışılacağı ve santralin normal seyrine kavuşacağı beklentisi ile **FAVÖK'ün 52,4 milyon TL** olması hedeflenmektedir. Voytron'un imzaladığı yeni kontratlar da bu rakamı destekleyecektir.

150 Milyon TL Piyasa Değeri...

- İNA ve çarpan analizi sonucunda şirket için para girişi hariç **150 milyon TL** değer tespiti yapılırken belirlenen değer, para girişi sonrası **2013 FAVÖK** ve **Net Kar** beklentilerine göre **FD/FAVÖK13T 5,0x** ve **F/K13T 8,4x** çarpanlarına işaret etmektedir.

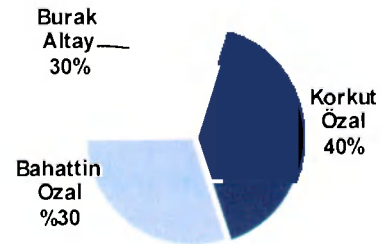
Değer	MTL
Piyasa değeri	150,0
Firma Değeri	260,8
Net Borç	110,8

Bilanço (mTL)	2011	2012
Dön. Varlıklar	11,7	100,4
Duran Varlıklar	80,0	170,5
Aktifler	91,7	270,9
Kısa Vad. Borç.	12,7	97,1
Uzun Vad. Borç.	75,3	129,4
Özkaynak	3,7	44,4
Finansal Borç.	76,2	158,8

Parametreler	2012	2013T
F/K(x)	10,2	8,4
FD/FAVÖK(x)	8,1	5,0
PD/DD(x)	3,4	1,6
FD/Satışlar(x)	1,3	0,5
Net Borç/FAVÖK	3,5	1,4

Varsayımlar	2012	2013T	2014T
Ort. Kurulu Güç	88	135	144
Yatırımlar	67,3	62,6	12,4
Odaş DUY Prim i	75,6%	44,0%	40,0%

Ortaklık Yapısı (2012/12)



Gelir Tablosu (mTL)	2011	2012	2013T
Net Satışlar	7,9	258,2	633,4
Faaliyet Karı	0,4	29,4	49,0
FAVÖK	0,7	32,1	52,4
Net Kar	-1,0	14,6	25,0

Halil Arslan

halil.arslan@bmd.com.tr

İlker Şahin

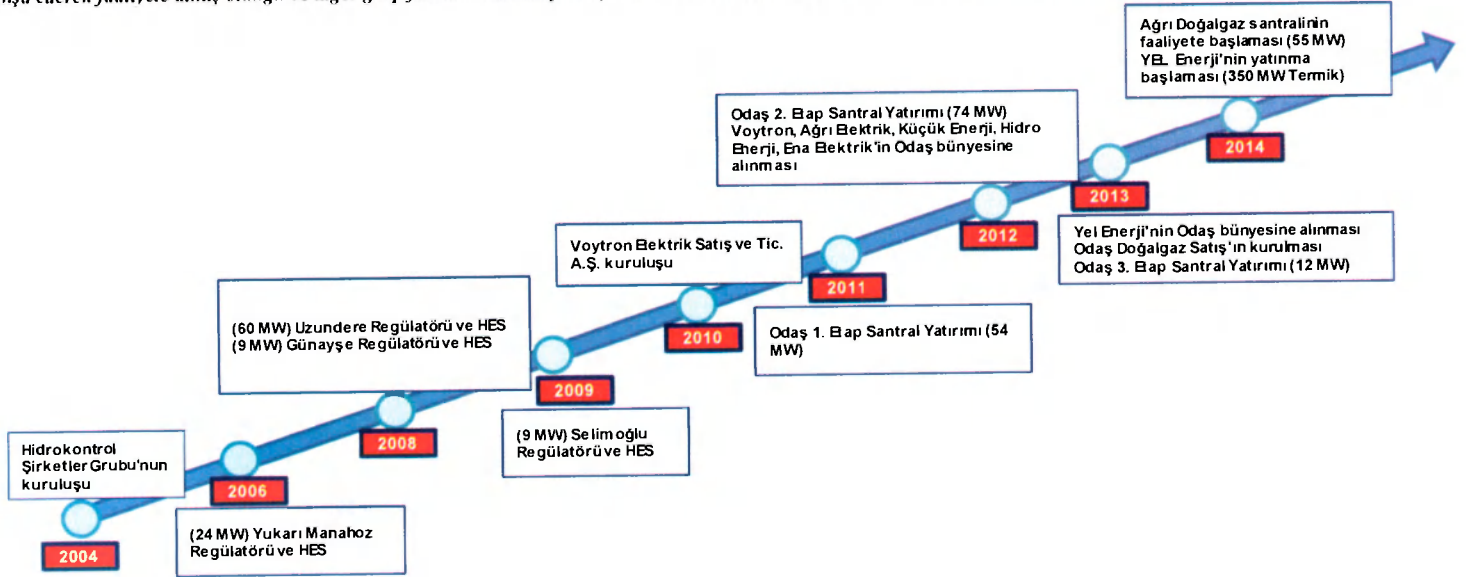
ilker.sahin@bmd.com.tr

Odaş Grubu

2005 Yılından İtibaren Enerji Sektöründe Faaliyet Gösterilmektedir...

- Odaş'ın dahil olduğu Şirketler Grubu 2004 yılında kurulmuş ve elektrik sektöründe faaliyetlerine başlamıştır. Grubun ilk önemli yatırımı 24 MW kurulu güçteki Yukarı Manahoz Regülatörü* ve Hidroelektrik Santrali 2006 yılında tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir. Hidroelektrik santrallerine yatırım yapmaya devam eden grup 2008 yılında 9 MW kurulu gücü bulunan Günayşe Regülatörü* ve Hidroelektrik Santrali ile 60 MW kurulu gücü bulunan Uzundere Regülatörü* ve Hidroelektrik Santrali'ni devreye almıştır. 2009 yılında Selimoğlu Regülatörü* ve Hidroelektrik Santrali 9 MW kurulu güçle faaliyetine başlamıştır.
- 2010 yılında önemli bir adım atılarak toptan elektrik alım satım lisansına sahip Voytron faaliyete geçmiş ve aynı yıl Şanlıurfa'da doğalgaz santrali kurmak amacıyla Odaş Elektrik kurulmuştur. 2011 yılında Odaş Elektrik'in 54 MW'lık birinci etap yatırımı tamamlanmış, 2012 yılında 74 MW büyüklüğünde ikinci etap yatırımı tamamlanmış ve faaliyet geçmiştir. 12 MW'lık buhar yatırımının ise 2013 Haziran'da tamamlanması planlanmaktadır. Odaş bünyesindeki 19,2 MW kurulu gücü bulunan 3 adet Hidroelektrik santralinin 2014'ün ortası ve 2015'in başından itibaren elektrik üretimine başlaması planlanmaktadır. Şirket sermaye arttırımı ile elde ettiği imkanlarla işletmede, yatırımda veya lisans halinde ki ilave hidro kaynaklarını değerlendirecektir. Aynı zamanda orta vadede Voytron müşteri portföyünün büyümesi ile doğacak yüksek kapasite baz yük elektrik ihtiyacını karşılamak için paralel olarak iki farklı proje geliştirme çalışmaları başlatılmış bulunmaktadır.
- Mart 2013 itibarıyla lisans ve ÇED başvurusu yapılmış olan YEL Enerji bünyesinde kurulması planlanan 350 MW kurulu güçteki Filyos İthal Kömür Termik Santral projesi için lisans başvurusunun 6-9 ay içerisinde sonuçlanması beklenmekte olup Şirket 1 milyon TL teminat yatırmıştır.
- Nisan 2013 itibarıyla 240 MW lık Cizre barajı imtiyaz hakkı için Devlet Su İşlerine Hidro Enerji olarak başvurulmuştur. 1 buçuk milyon TL lik teminat mektubu yatırılmıştır.

*Yukarı Manahoz Regülatörü ve HES, Günayşe Regülatörü ve HES, Uzundere Regülatörü ve HES (2007 tarihi itibarıyla Grup bünyesinde bulunmamaktadır) ile Selimoğlu Regülatörü ve HES halka arz edilen Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. nin aktifinde ve iştiraklerinde yer almamaktadır. Söz konusu HES'ler Grubun inşa ederek faaliyete almış olduğu ve diğer grup firmalarının aktifinde yer alan santrallerdir. Grubun sektördeki deneyimini göstermek açısından bahsedilmiştir.



Kaynak: ODAŞ

Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.

- ODAŞ, enerji sektöründe faaliyet göstermek üzere 2010 yılında kurulmuş bir elektrik üretim ve tedarik şirkettir. Hızlı büyüme stratejisi içerisinde, elektrik üretimine doğalgaz çevrim santraliyle Kasım 2011 tarihinde 54 MW kurulu güçle başlamış olmasına karşın 2012 Nisan ayında 56 MW, Ağustos ayında 18 MW ekleyerek iki kademede kurulu gücünü 128 MW'a çıkarmıştır. Sahip olduğu lisansın 150 MW kurulu güce imkan vermesinden dolayı 12 MW'lık ek kapasite yatırımı devam etmekte olup 2013 Haziran itibarıyla faaliyete girmesi planlanmaktadır. Kurulu gücünü bu şekilde artırarak üretim tarafında iyi bir büyüme trendine giren Odaş, elektrik toptan alım satım lisansına sahip Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Ticaret A.Ş.'nin %100'ünü Eylül 2012'de bünyesine katarak satış tarafını da şirkete entegre etmiştir. Üretim portföyünün çeşitlendirilmesi adına da Küçük Enerji, Ağrı Elektrik, Hidro Enerji, Ena Elektrik ve YEL Enerji'yi bünyesine katmıştır. Bu süreçte bir ana üretim kaynağı olarak Güneydoğu Anadolu bölgesinde konumlanmış olan Odaş, bünyesine kattığı bağlı ortaklıkları ile Konya, Bilecik ve Trabzon'da yapacağı ilave termik ve hidro elektrik kaynaklarıyla Voytron'un oluşturduğu satış ağına elektrik

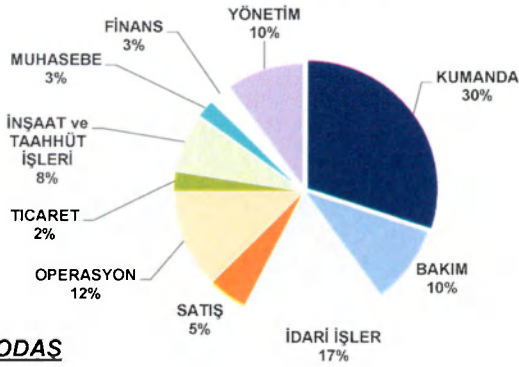
tedariği sağlayacak ve elektrik piyasasında tam entegre bir yapıda faaliyetlerine devam edecektir. Orta vadede baz yük üretim kaynağını oluşturmak amaçlı hem hidro kaynaklı hem termik kaynaklı çalışmalar başlatılmıştır. Ocak 2013'te kurulan Odaş Doğalgaz Toptan Satış şirketi ise liberalleşen doğalgaz piyasasından pay alabilmek için Voytron'un sahip olduğu müşteri portföyüne doğalgaz satışı yapmak amacını taşımaktadır. ODAŞ, yatırımında Türkiye enerji ihtiyacının en fazla olduğu nokta olan Güneydoğu Anadolu Bölgesine ağırlık vermiştir. Bu sayede üretim verimliliği diğer enerji santrallerine göre daha fazladır. Aynı zamanda diğer bir ayrışma konusu ise Şirketin yeni teknolojinin getirdiği hızlı açılıp kapanabilme özelliği sayesinde verimli bir basit çevrim santraline sahip olmasıdır. Bir başka ifadeyle santralde kullanılan doğalgaz motorları en az verim kaybıyla anlık olarak kapatılabilmekte ve tekrar faaliyete geçirilebilmektedir. Bu durum verimlilikten ödün vermeden kısa sürede elektrik sistemine girip çıkma imkanı sağlamış, Türkiye enterkonnekte sistemi ihtiyacına hızlı cevap vererek avantaj sağlamıştır.

Personel Durumu

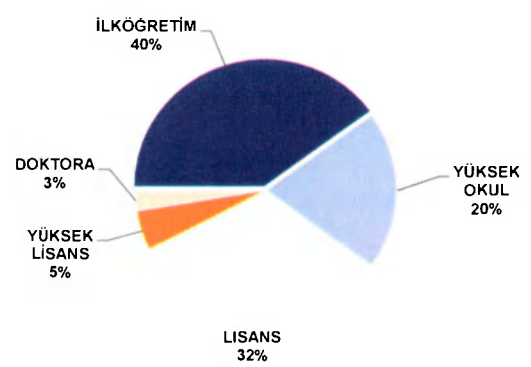
- Odaş'ın 31.12.2012 itibarıyla personel sayısı 40'tır. Doğalgaz santrali işletilmesinden sorumlu Kumanda departmanı 12 kişi istihdam ederken, idari işlerde 7 kişi, operasyonda 5 kişi çalışmaktadır. İlköğretim mezunu olanların sayısı 16, lisans mezunu olanların sayısı 13, yüksek lisans mezunu olanların sayısı 2'dir.

İnsan Kaynakları						
DEPARTMAN	İLKÖĞRETİM	YÜKSEK OKUL	LİSANS	YÜKSEK LİSANS	DOKTORA	TOPLAM
KUMANDA	6	6	0	0	0	12
BAKIM	3	1	0	0	0	4
İDARİ İŞLER	6	0	1	0	0	7
SATIŞ	0	1	0	1	0	2
OPERASYON	0	0	4	1	0	5
TİCARET	0	0	0	0	1	1
İNŞAAT ve TAAHHÜT İŞLERİ	1	0	2	0	0	3
MUHASEBE	0	0	1	0	0	1
FINANS	0	0	1	0	0	1
YÖNETİM	0	0	4	0	0	4
Toplam	16	8	13	2	1	40

Departman Bazlı Personel Dağılımı



Eğitim Durumlarına Göre Personel Dağılımı



Kaynak: ODAŞ

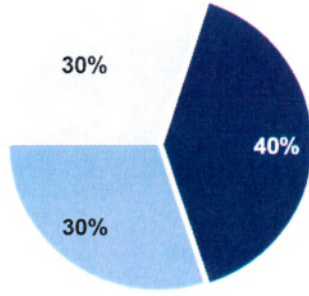
Ortaklık Yapısı & Ortaklar

- Şirketin ödenmiş sermayesi 30 milyon TL olup her biri 1 TL nominal değerde 30 milyon hisseye bölünmüştür. 3 milyon adedi A Grubu, 27 milyon adedi B Grubu hisselerden oluşmaktadır ve A Grubu hisselerin genel kurul toplantılarında 15 adet oy hakkı bulunurken B Grubu payların oy hakkı 1 adettir. 31.12.2012 itibarıyla şirketin 3 gerçek kişi ortağı bulunmaktadır: Korkut Özal, Bahattin Özal ve Burak Altay. Korkut Özal hisselerin %40'ını elinde bulundururken Bahattin Özal ve Burak Altay'ın hisse payı %30'dur. Korkut Özal'ın sahip olduğu hisselerin tamamı B Grubu hisselerden oluşmakta ve toplam 72 milyon olan oy hakkının %17'sini kapsamaktadır. Bahattin Özal ve Burak Altay'ın 1.500.000 adet A Grubu, 7.500.000 adet B Grubu hissesi bulunmakta olup her birinin toplam oy hakkı 30 milyondur.

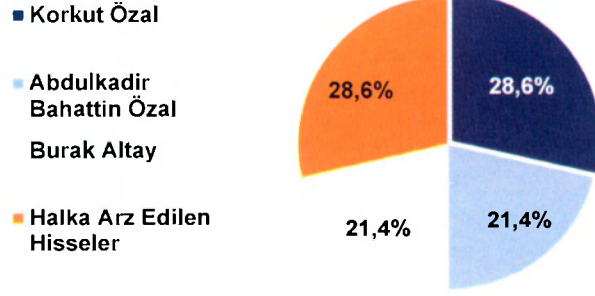
Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi						Halka Arz Sonrası					
	A Grubu	B Grubu	Toplam	Yüzde	Oy Hakkı	Yüzde	A Grubu	B Grubu	Toplam	Yüzde	Oy Hakkı	Yüzde
Korkut Özal	0	12.000.000	12.000.000	40%	12.000.000	16,7%	0	12.000.000	12.000.000	28,6%	12.000.000	14,3%
Abdulkadir Bahattin Özal	1.500.000	7.500.000	9.000.000	30%	30.000.000	41,7%	1.500.000	7.500.000	9.000.000	21,4%	30.000.000	35,7%
Burak Altay	1.500.000	7.500.000	9.000.000	30%	30.000.000	41,7%	1.500.000	7.500.000	9.000.000	21,4%	30.000.000	35,7%
Halka Arz Edilen Hisseler	0	0	0	0%	0	0,0%	0	12.000.000	12.000.000	28,6%	12.000.000	14,3%
TOPLAM	3.000.000	27.000.000	30.000.000	100%	72.000.000	100%	3.000.000	39.000.000	42.000.000	140%	84.000.000	100%

Kaynak: ODAŞ

Halka Arz Öncesi



Halka Arz Sonrası



Şirket yapmayı planladığı %40 bedelli sermaye artırımıyla halka açılması sonrasında %40 olan Korkut Özal'ın payı %28,6'ya, %30 olan Bahattin Özal ve Burak Altay'ın payı ise %21,4'e gerilemektedir. Halka arz sonrasında halka arz edilmiş olan hisselerin sermayeden alacakları pay ise %28,6 olarak kaydedilecektir. Bir başka deyişle şirketin halka açıklık oranı %28,6 olacaktır.

Korkut Özal

- 1951'de İstanbul Teknik Üniversitesi (İTÜ) İnşaat Fakültesi'nden İnşaat Yüksek Mühendisi diploması alan Korkut Özal, 1951-1960 yılları arasında Devlet Su İşleri Genel Müdürlüğü'nde (DSİ) çeşitli görevlerde bulundu. 1960-1971 yılları arasında Ortadoğu Teknik Üniversitesi (ODTÜ) İnşaat Mühendisliği bölümünde öğretim üyeliği yaptı. 1965'de Asosye Profesör oldu. Mayıs 1967'de, Türkiye Petrolleri Anonim Ortaklığı (TPAO) Genel Müdürlüğü'ne atandı. TPAO, PETROKİMYA, İPRAŞ VE İPRAGAZ şirketlerinin idare meclislerine başkanlık yaptı. 1971-1973 yılları arasında Boğaziçi Üniversitesi, Yıldız Mühendislik ve Vatan Mühendislik okullarında öğretim üyeliği, SHELL Şirketler gurubu Genel Müdür Danışmanlığı ve Ercan Holding Genel Koordinatörlüğü ve kısa bir süre TÜSİAD kuruluşunun Genel Sekreterliği görevlerinde bulundu. Aralık 1985'de İslam Kalkınma Bankası'na (İKB) bağlı İslami Araştırma ve Eğitim Enstitüsü'nün (IRTİ) Direktörü oldu. 1988-1996 yılları arasında İslam Kalkınma Bankası Genel Yönetim Kurulu Türkiye İcra Direktörlüğü görevini yürüttü. Halen 1987 yılında kurduğu AKÖZ Vakfı ile hayır hizmetleri ile ilgilenmektedir. Bunlara ilaveten Ayrıca, İKB'nin Bangladeş ve Endonezya'daki çalışmalarına hayır katkıları yapan Özal, Türk kamuoyuna çeşitli medya araçları ile siyasal ve kültürel yorumlar ve bilgilendirmeler yapmaktadır.

Abdulkadir Bahattin Özal

- İlk ve orta eğitimini TED Ankara Koleji'nde tamamladıktan sonra liseyi Üsküdar Cumhuriyet lisesinde bitiren Bahattin Özal, 1985'de İTÜ Kontrol ve Bilgisayar Mühendisliği bölümüne, 1988'de Boğaziçi Üniversitesi Fizik Mühendisliği bölümüne girdi. 1989 senesinde eğitim hayatını bırakarak is hayatına atılmış, inşaat, ithalat ihracat ve enerji sektöründe birçok firmada yöneticilik yapmıştır. Halen Aköz inşaat A.Ş., Aköz Ticaret A.Ş., Aköz Enerji A.Ş., Hidrokontrol Elektrik Üretim A.Ş., Arsin Elektrik Üretim A.Ş., Öztay Elektrik Üretim A.Ş., Odaş Elektrik Üretim A.Ş., Voytron Elektrik Pazarlama A.Ş. ve Mekel Enerji A.Ş. de Yönetim kurulu üyelikleri bulunmaktadır.

Burak Altay

- 1999 yılında Koç Üniversitesi İşletme mezunu olduktan sonra, aynı anda Marmara Üniversitesinde mali hukuk bölümünde yüksek lisans eğitimi alırken. Koç Üniversitesinde maliyet muhasebe asistanı olarak ders vermiştir. Enerji sektöründe Sinerji Aktif, Öztay, Hidro Kontrol, Hidro Enerji, Arsin Enerji, Ena Elektrik, Karadeniz Elektrik Üretim, Atlas Enerji, Yel Enerji, Asa Enerji, Kuzen İnşaat Pazarlama, Mekel Enerji, Voytron gibi birçok enerji şirketinin kurucu ortağı olmuştur. Halen Odaş, Öztay, Hidro Kontrol, Mekel başta olmak üzere 12'den fazla firmanın yönetim kurulu üyeliğini sürdürmektedir.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Odaş İştirak Yapısı

- Odaş, Grubu'nun merkez şirketi olarak düşünülerek 2012 sonrası planlamalar bu düşünce etrafında şekillendirilmiştir. 2012 Eylül ayında toptan ticaret lisansına sahip Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Tic. A.Ş. hisselerinin %100'ü satın alınmış, aynı yılın Aralık ayında ise, Ağrı Elektrik'in %70'i, Küçük Elektrik'in %90'ı, Hidro Enerji'nin %100'ü, Ena Elektrik'in %80'i Odaş bünyesine katılmıştır. Voytron'un sahip olduğu müşteri ağına elektrik tedariki sağlarken çeşitlendirilmiş elektrik üretim portföyünden faydalanılacak olması ve sistemin isteklerine anında cevap verebilmek adına bu yatırımlar önem arz etmektedir. 2013 Ocak ayında Zonguldak'ta ithal kömürle çalışacak 350 MW kurulu güçteki santral için lisans ve ÇED başvurusu yapılmış olan Yel Enerji de Odaş bünyesine alınmıştır. Bunun yanında doğalgaz ticareti yapmak amacıyla Odaş Doğalgaz şirketi de kurulmuş ve Toptan Doğalgaz Ticaret Lisansı 2013 Mart ayında EPDK'dan alınmıştır.

İştirak Yapısı (Odaş)

Şirket	Ödenmiş Sermaye (TL)	Odaş Payı	Lisans	Kurulu Güç	Faaliyete Geçme Yılı
Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Tic. A.Ş.	1.000.000	100%	Toptan Tic.	-	2010
Ağrı Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	100.000	70%	Doğalgaz	63	2014
Küçük Enerji Üretim ve Ticaret Ltd. Şti.	194.526	90%	HES*	8	2014
Hidro Enerji Elektrik Üretim Sanayi A.Ş.	50.000	100%	HES	2	2015
Ena Elektrik Üretim Ltd. Şti.	39.270	80%	HES	9	2015
Yel Enerji Elektrik Üretim San. ve A.Ş.	100.000	75%	Termik*	350	-
Odaş Doğalgaz Toptan Satış A.Ş.	1.078.000	50%	Top. D.gaz	-	2013

* Lisans Alım Süreci Devam Ediyor.

Kaynak: ODAS

Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Tic. A.Ş.

- Odaş'ın %100 oranında bünyesinde barındırdığı Voytron 2009 yılında kurulmuştur. Şirketin büyüme stratejisi, dikey entegrasyon sağlamak gayesiyle yaygın elektrik dağıtımı olup, bu sayede elektriği nihai tüketicilere ulaştırmaktır. Voytron geniş müşteri ağı ile Ocak 2013 tarihi itibarı ile TEİAŞ verilerine göre ülkemizdeki toplam 190.234 adet serbest tüketici sayacından, 31.359'una elektrik tedariki sağlayarak serbest tüketicilerde en fazla tüketim noktasına ulaşmış ve piyasada lider konumuna gelmiştir.
- Voytron'un bünyesinde 2010 yılında EPDK'dan alınmış toptan satış lisansı bulunmaktadır. Bu lisansın vermiş olduğu yetkiyle şirket ikili anlaşmalar yapmak suretiyle piyasadaki alması gerektiği elektriği müşterilerine satmaktadır. Müşteri portföyünde Türk Telekom ve Avea gibi sayac sayıları fazla olan ve ticarethane statüsünde olan şirketleri de barındıran Voytron serbest tüketici limitinin düşmesiyle sektörde bireysel hane halkı tüketicilerine elektrik satma hedefindedir. Mart 2013'te serbest tüketici limitinin 150 TL'ye gerilemesiyle Voytron 616 tüketicieye elektrik satışı yapmaya başlamıştır. Nisan 2013'te İkitelli Organize Sanayi Bölgesi'ne elektrik satışı için sözleşme imzalanmıştır. Ticarethanelerin kullandığı elektriğin TEDAŞ tarifesi daha pahalı olduğu için Voytron'un karlılığı sanayi şirketlerine satış yapan toptan ticaret firmalarından daha yüksek olmaktadır. Hızlı bir değişim süreci geçiren elektrik sektöründe geçmişte toptan satış lisansı almış birçok firma piyasa dinamikleriyle ve EPDK'nın zorunlu tuttuğu düzenlemelerle başa çıkamamıştır. Odaş Grubu firması olmasının verdiği avantajla Voytron sektörde yer alan toptan satış firmaları arasında öne çıkmayı başarmıştır.
- Voytron'un grup için en büyük avantajı dikey entegrasyonun sağlanması olarak gösterilebilir. Elektrik piyasasının doğası gereği yüksek volatilitesi sebebiyle fiyatlar saatlik, günlük ve aylık olarak çok değişkenlik göstermektedir. Voytron'un ikili anlaşmalar vasıtasıyla elektrik satış fiyatını sabitleyebilmesi (TEDAŞ tarifesine belirli bir miktar iskonto oranıyla) grubun minimum nakit akışını garanti altına almasını sağlamaktadır. Piyasada elektrik fiyatlarının düşük olması durumunda Voytron vasıtasıyla ikili anlaşmalar yoluyla serbest tüketicilere satılabilmektedir. Ayrıca piyasada fiyatların olağandan yüksek olması durumunda ithalat yapabilme yetkisi de olan Voytron Bulgaristan ve Yunanistan gibi ülkelerden enerji ithalatı gerçekleştirmekte ve karlılığını koruyabilmektedir.

Ağrı Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.

- %70'i 2012 Aralık ayında Odaş bünyesine geçmiş olan firma Ağrı I Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali üretim lisansına sahiptir. EÜ/3905-3/2372 lisans numaralı Ağrı I Doğal Gaz Kombine Çevrim Santralinin kurulu gücü 63 MW olup Konya ili Karatay ilçesinde kurulması planlanmaktadır. Lisansın süresi 05.07.2012 tarihinden itibaren 49 yıldır. 63 MW kurulu güç lisansı olmasına rağmen fizibil olması adına 52 milyon TL harcama yapılarak 55 MW'lık doğalgaz santrali yatırımı yapılması planlanmakta olup yıllık %55 kapasite kullanım oranıyla 265 bin MWh elektrik üretilmesi hedeflenmektedir. Şirket'in ana hedefi üretim çeşitlendirmesine gitmek olduğu için doğalgaz bazlı üretim projelerinin belirli bir süreliğine ertelenmesi söz konusu olabilecektir. Bu sebeple Ağrı Elektrik Nakit Akımı Değerlemesinde dikkate alınmamıştır.

Küçük Enerji Üretim ve Ticaret Ltd. Şti.

- %90'ı 2012 Aralık ayında Odaş bünyesine geçmiş olan firma Köprübaşı Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali üretim lisansına sahiptir. EÜ/3769-4/2314 lisans numaralı Köprübaşı Regülatörü ve Hidroelektrik Santralinin kurulu gücü 8,195 MW olup Trabzon ili, Manahoz deresinde kurulması planlanmaktadır. Lisansın süresi 12.04.2012 tarihinden itibaren 49 yıldır.
- Toplam 24,3 milyon TL yatırım harcaması planlanan santralin 2014 yılının ilk yarısında faaliyete geçmesi beklenmektedir. %35 kapasite kullanım oranıyla 25 bin MWh/yıl üretim gerçekleştirmesi planlanmaktadır.

Hidro Enerji Elektrik Üretim Sanayi A.Ş.

- %100'ü 2012 Aralık ayında Odaş bünyesine geçmiş olan firma Volkan Hidroelektrik Santrali üretim lisansına sahiptir. EÜ/4027-2/2427 lisans numaralı Volkan Hidroelektrik Santralinin kurulu gücü 1,91 MW olup Trabzon ili, Balkodu deresinde kurulması planlanmaktadır. Lisansın süresi 20.09.2012 tarihinden itibaren 49 yıldır.
- Toplam 5,5 milyon TL yatırım harcaması planlanan santralin 2015 yılının ilk yarısında faaliyete geçmesi beklenmektedir. %35 kapasite kullanım oranıyla 5.600 MWh/yıl üretim gerçekleştirmesi planlanmaktadır.
- Şirket Nisan 2013 te Devlet Su İşlerine, Dicle havzası Ilısu Barajı mansabında bulunan 240 MW kurulu gücünde Cizre Barajı için başvuru yapmış, 1.500.000 TL teminat mektubunu vererek süreci başlatmıştır.

Ena Elektrik Üretim Ltd. Şti.

- %80'i Odaş'a ait olan firmaya ait Hisar Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali üretim lisansı başvurusu bulunmakta olup sürecin Mayıs 2013'te tamamlanması beklenmektedir. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu'na lisans başvurusu yapılan Hisar Regülatörü ve Hidroelektrik Santralinin kurulu gücü 9,39 MW olup Bilecik ili, Sakarya nehrinde kurulması planlanmaktadır. Lisans alınması halinde santral için 27.500.000 TL yatırım harcaması öngören şirket 2015'in ilk yarısında faaliyete geçerek yıllık %35 kapasite kullanım oranıyla 28.000 MWh elektrik üretmesi planlanmaktadır.

Yel Enerji Elektrik Üretim San. Tic. A.Ş.

- %75'i 2013 Ocak'ta Odaş bünyesine geçen Yel Enerji'nin Zonguldak İli Çaycuma İlçesinde Filyos Termik Santrali Endüstri bölgesinin hemen yanında 350 MW kurulu gücünde kömür termik santrali lisansı için EPDK başvurusu yapılmış olup, ÇED süreci başlatılmıştır. Santralin ithal kömürle çalışması beklenirken kömürün Ukrayna ve çevresindeki ülkelerden tedarik edilmesi öngörülmektedir.

Odaş Doğalgaz Toptan Satış Sanayi ve Ticaret A.Ş.

- Hem Odaş Doğalgaz Santralinin uzun vadeli güvenilir doğalgaz tedarikini sağlamak amacıyla hem de Voytron firmasının elektrik sektöründe oluşturduğu satış ağını 2013 yılının ikinci yarısından itibaren doğalgaz sektörüne de taşımak amacıyla kurulmuştur. Mart 2013 itibariyle şirket EPDK'dan Doğalgaz Toptan Ticareti Lisansını almıştır. Şirketin %50'si Odaş Enerji'ye ait olup geri kalan paylar Bahattin Özal ve Burak Altay'a aittir.

Odaş Bünyesindeki Santraller & Lisanslar

Santral Adı/Firma Adı	Bölge	Lisans Türü	Lisans Tarihi	Lisansın Süresi	Kurulu Güç (mw)	Beklenen Yıllık Üretim	Faaliyete Geçme Yılı
Odaş I Doğalgaz Kombine Çevrim Santrali	Şanlıurfa	Doğalgaz	14.07.2011	49 Yıl	140	686.884	2011
Voytron Elektrik Toptan Satış Dış Ticaret A.Ş.	Türkiye	Toptan Satış	11.03.2010	20 Yıl	-	-	2010
Ağrı I Doğal Gaz Kombine Çevrim Santrali	Konya	Doğalgaz	05.07.2012	49 Yıl	55	265.172	2014
Köprübaşı Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali	Trabzon	HES	12.04.2012	49 Yıl	8	25.143	2014
Volkan Hidroelektrik Santrali	Trabzon	HES	20.09.2012	49 Yıl	2	5.676	2015
Hisar Regülatörü ve Hidroelektrik Santrali	Bilecik	HES*	-	-	9	28.073	2015
Filyos Termik Santral	Zonguldak	Termik*	-	-	350	2.450.000	-
Doğalgaz Toptan Dağıtım	Türkiye	Doğalgaz Dağıtım	Mart 2013	-	-	-	2013
TOPLAM					564	3.460.948	

* Lisans Alım Süreci Devam Ediyor.

Kaynak: ODAŞ

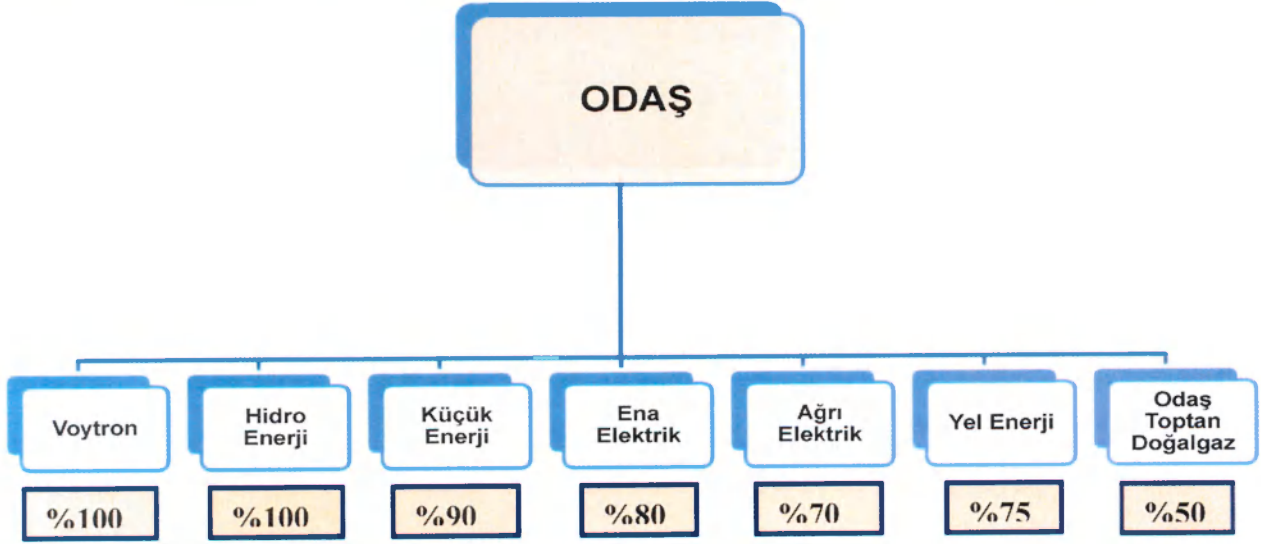
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ



Bizim Menkul Değerler A.Ş.



★ Zonguldak Filyos Termik Santrali
350 MW Lisans Alım Sürecinde

★ Bilecik Hisar HES
9,4 MW Lisans Alım Sürecinde

★ Trabzon Köprübaşı HES
8,2 MW Lisans Halinde

★ Trabzon Volkan HES
1,9 MW Lisans Halinde

★ Konya Ağrı Doğalgaz Santrali
63 MW Lisans Halinde

★ Odaş Şanlıurfa Doğalgaz Santrali
128 MW Faal
12 MW Yatırım Sürecinde

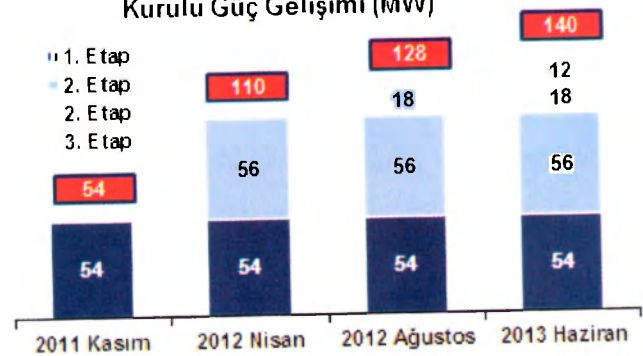
Yatırımlar

Şanlıurfa Doğalgaz Santrali Yatırımı

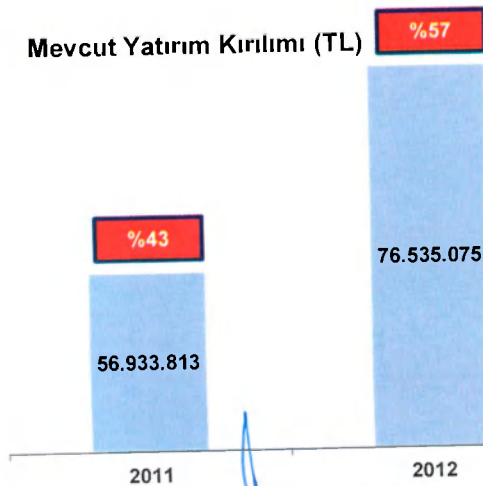
- Odaş, 2011 Temmuz ayında EPDK'dan almış olduğu EÜ/3323-2/2005 numaralı elektrik üretim lisansı kapsamında santral yatırımına 2011 yılı Nisan ayında başlamış ve ilk etap olarak 54 MW'lık kısım 6 ay gibi kısa bir sürede faaliyete başlamıştır. Odaş Grubu'nun enerji sektöründeki avantajlarından birisi olarak ön plana çıkan yatırım sürecinin hızlı bir şekilde tamamlanıp geri dönüş süresinin asgari düzeye indirilmesi yatırımların İç Verim Oranı'nı (IRR) yüksek tutmaktadır.
- Lisans kurulu gücü 150 MW olmasına rağmen optimum kurulu güç yapılması şirketin yapmış olduğu çalışmalar kapsamında 128 MW doğalgaz motorlarından ve 12 MW buhar türbininden olmak üzere 140 MW olarak kararlaştırılmış ve yatırım bu karara istinaden planlanmıştır. 2012 yılsonu itibariyle faaliyette olan 128 MW için 133,5 milyon TL yatırım harcaması gerçekleştirilmiş ve 2013 Haziran ayında faaliyete girmesi beklenen buhar türbini yatırımı için de 5 milyon TL avans verilmiştir.
- Aktife giriş tarihlerine göre bir inceleme yapıldığında 133,5 milyon TL'lik mevcut santral yatırımının %43'ü 2011 yılında tamamlanırken %57'si 2012 yılında gerçekleştirilmiştir. Şirketin 2011 yılsonundaki kurulu gücü 54 MW, 2012 Nisan itibariyle 110 MW ve 2012 Ağustos ayı itibariyle de 128 MW'dır. Yatırımların etap etap gerçekleştirilmesinin sebebi santralin kurulu bulunduğu bölgede elektrik iletim hattının ve doğalgaz tedarikinin öncelikle 54 MW yatırım için yeterli olmasıdır. Zaman içinde iletim hattı ve trase merkezinin güçlendirilmesiyle 110 MW ve 128 MW kurulu güç yatırımı gerçekleştirilmiştir.
- 133,5 milyon TL yatırım harcamasının %88'i doğalgaz motoru alımları için kullanılırken %6'sı inşaat işleri için, %4'ü doğalgaz boru hattı tesis etme için kullanılmıştır. Şirket hane halkının da doğalgaz tedarikini sağlayan boru hattından faydalanmak adını 2012 başlarında yaşanan sert kış koşulları ve yurtdışında doğalgaz tedarikinde yaşanan sıkıntılardan dolayı doğalgaz dağıtım hatlarında meydana gelen basınç düşüşleri şirketin üretimini olumsuz etkilemiştir. Bu sıkıntıyı tekrar yaşamamak adına hane halkını kullandığı boru hattı yerine yeni bir doğalgaz boru hattı inşa edilerek doğalgaz hattının basınç düşüşlerinden etkilenmemesi amaçlanmıştır.
- Devam eden buhar türbini yatırımı için şirketin 2013 yılında gerçekleştirmeyi planladığı harcama tutarı toplam 17,5 milyon TL düzeyinde yer almaktadır. Yapılacak olan buhar türbini yatırımıyla doğalgaz motorlarında elektrik üretimi sonucu oluşan buhar formatındaki atıl ısı tekrar kazanımıyla santralin toplam verimliliğinin artırılması hedeflenmektedir. Kurulu güç 140 MW olacak olmasına rağmen 140 MW üretim için 12 MW'lık buhar türbininin doğalgaz tüketmeyerek atıl ısı kullanımı yoluyla elektrik üreteceği için 128 MW'lık motorlar için doğalgaz kullanımı yeterli olacaktır.

Yatırım Kırılımı (TL)			
Yatırım Kalemi	2011	2012	Genel Toplam
Taşıt	326.533	53.959	380.492
Arsa	212.143	312.510	524.653
Enerji Nakil Hattı	792.804		792.804
Diğer	1.159.723	51.849	1.211.572
Boru Hattı	3.523.592	2.280.408	5.804.000
İnşaat	7.660.311		7.660.311
Motor & Türbin	43.258.707	73.836.349	117.095.056
Genel Toplam	56.933.813	76.535.075	133.468.888

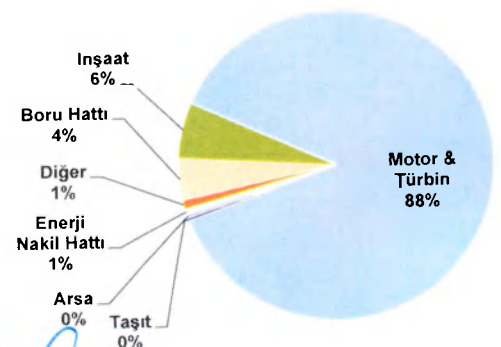
Kurulu Güç Gelişimi (MW)



Mevcut Yatırım Kırılımı (TL)

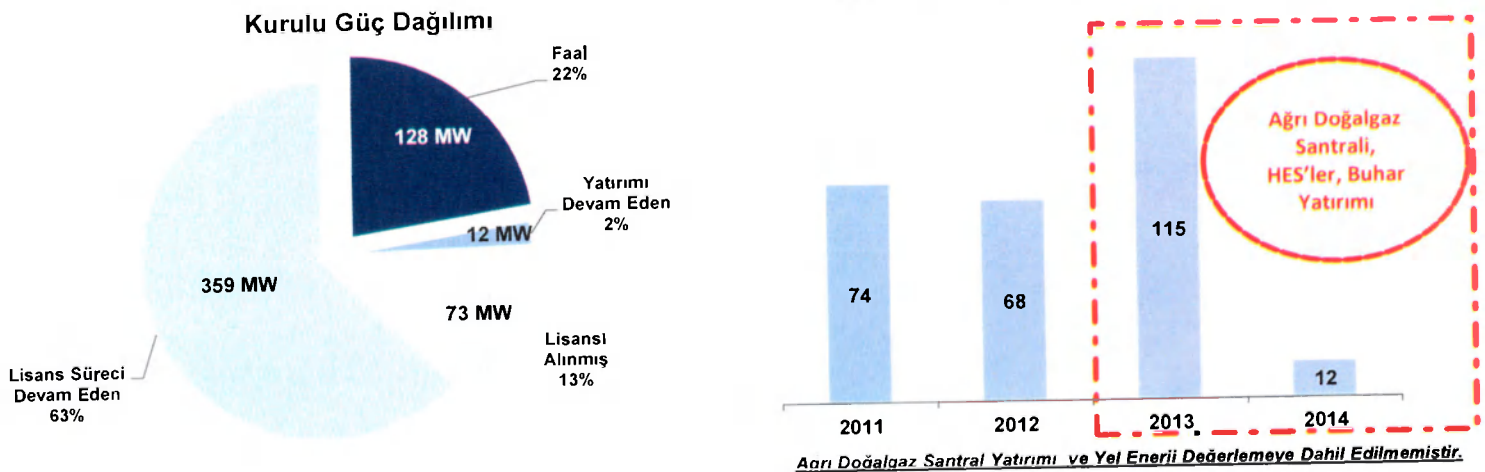
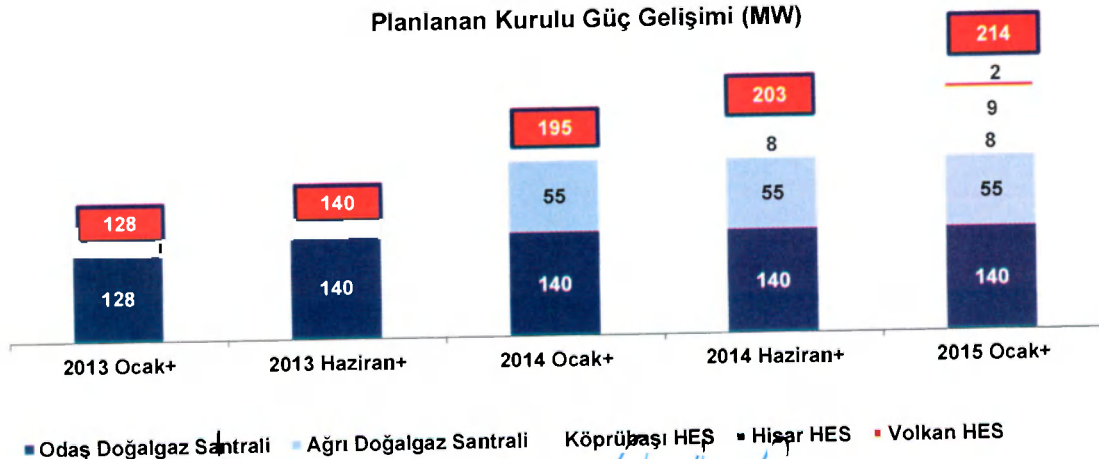


Mevcut Yatırım Kırılımı



Gelecek Dönem Yatırımları

- Odaş hali hazırda 128 MW kurulu güç ile faaliyet gösterdiği elektrik üretim sektöründe hem mevcut santrali verimlilik ve kurulu gücünü artırma maksadıyla 12 MW büyüklüğünde buhar türbini yatırımını başlatmış durumda hem de üretim portföyünü çeşitlendirerek sektörel riskini minimize etmek amacıyla toplam **19,2 MW kurulu güçteki 3 adet HES** projesini barındıran şirketleri satın almıştır. 25 Nisan 2013 itibarıyla faal kurulu gücü 128 MW olan şirketin, **inşa halindeki kurulu gücü 12 MW ve lisans halindeki kurulu güç ise 83 MW'tır.** Ocak 2013'te %75'i satın alınan Yel Enerji'nin Zonguldak'ta 350 MW kurulu güçte ithal kömürle çalışan termik santral kurmak için EPDK'ya lisans başvurusunda bulunmuştur. Şirket Nisan 2013 te Devlet Su İşlerine, Dicle havzası Ilısu Barajı mansabında bulunan 240 MW kurulu gücünde Cizre Barajı için başvuru yapmış, 1.500.000 TL teminat mektubunu vererek süreci başlatmıştır.
- Satın alınmış olan bu projelerin yatırım takvimini de şirket bir plana bağlamış ve Yel Enerji hariç toplam **110 milyon TL**'lik bir yatırım bütçesi öngörmüştür. Devam eden buhar türbini yatırımının tamamlanması için de 2013 yılı içerisinde **17,6 milyon TL** harcama planlayan şirketin önümüzdeki 2 yıl boyunca toplam **127 milyon TL yatırım yaparak 215 MW** kurulu güce ulaşması beklenmektedir. Ağrı Doğalgaz santralinin ise takvimi türbin tedarikçileriyle yapılan görüşmelere göre uygun bir fırsat olunması durumunda netleştirilecektir. Planlanan takvim 2014 başında Ağrı Doğalgazın üretime geçmesi şeklinde olmasına rağmen nakit akımı çalışmamıza bu santral dahil edilmemiş ve hesaplanan halka arz değeri dışında tutulmuştur. Ayrıca şirket karlılığı yüksek olabilecek ve nakit akımına olumlu katkıda bulunabilecek proje ve şirket satın alım fırsatlarını her zaman değerlendirebilecektir.
- Öncelikli olarak 2013 Haziran ayında devam eden buhar yatırımının **17,6 milyon TL** harcanarak tamamlanmasıyla **kurulu güç 140 MW'a vüculecektir.** Yatırımlarına yine 2013 yılında başlanacağı düşünülen 8,2 MW kurulu gücü bulunan Köprübaşı HES'in 24,3 milyon TL yatırım yaparak 2014 Haziran ayında, 9,2 MW kurulu gücü bulunan Hisar HES'm 27,5 milyon TL yatırımla ve 1,9 MW kurulu gücü bulunan Volkan HES'in 5,5 milyon TL yatırım harcaması yapılarak 2015 başından itibaren elektrik üretimine başlaması öngörülmektedir. Hali hazırdaki bu projeler haricinde **Odaş Yönetimi IRR'ı yüksek olan ve gruba katkısı olacağını düşündüğü projelere yatırım fırsatını da değerlendireceğini ifade etmiştir.** Bu kapsamda 350 MW kurulu gücü olması planlanan ve ithal kömürle çalışacak bir termik santral lisansı alabilmek için proje çalışması bulunan Yel Enerji satın alınmıştır. **Yel Enerji projesi, henüz lisans alım sürecinde olması nedeniyle değerlemede dikkate alınmamıştır.**

Planlanan Yatırım Harcamaları (Milyon TL)**Planlanan Kurulu Güç Gelişimi (MW)**

Kavnak: ODAS

Değerleme Varsayımları

315 milyon TL* Toptan Elektrik Satış Cirosu Sözleşme ile Garanti Altına Alınmıştır...

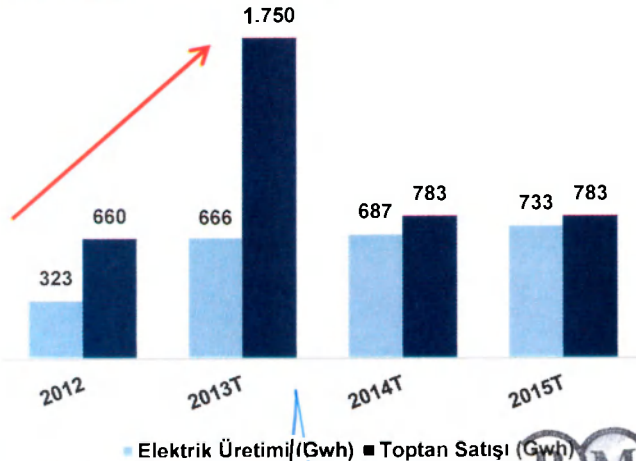
- Ekonomik konjonktür, piyasa verileri, enerji sektöründe son yıllarda yaşanan trendler, potansiyel ve tehditler, Şirket'in 2012 yılındaki miktarsal ve tutarsal satışları, 2011 ve 2012 yılında gerçekleştirdiği yatırımlar, şirket yöneticilerinin plan ve hedefleri ve halka arz sonrası yapılacak yatırımları dikkate alan ciro ve FAVÖK hesaplama modelimiz üretim ve toptan satış segmentleri için ayrı ayrı aşağıda gösterilmiştir. Grup, toptan tarafında (Voytron) 2012 sonunda **Türk Telekom, Avea ve İkitelli Organize Sanayi bölgesiyle yaptığı sözleşmelerle 315 milyon TL'lik cirosunu garanti altına almıştır.** Son çeyrekte yaklaşık **5 milyon TL FAVÖK** üreten Voytron'un 2013 yılında sözleşmelerin etkisi ile birlikte **12 milyon TL FAVÖK** üreteceği beklenmektedir. Odaş Doğalgaz santralinin ise tam kapasite ile çalışacağı 2013 yılında **40,4 milyon TL FAVÖK** üreteceği tahmin edilmektedir. Aşağıdaki tabloda Odaş ve Voytron için mevcut ve projekte edilen net satışlar verisi gelir ve giderlere yansıtılan hesapları içermemektedir. Yansıtılan giderleri de içeren şirketin konsolide 2012 gelirleri ise **258 milyon TL**'dir. Yansıtılan giderler özellikle Voytron tarafında gelirlerin %38'ine ulaşırken Odaş tarafında %22 civarındadır. Tabloda yer alan toptan satışlar Voytron'un satışlarını içerirken üretimden satışlar Odaş Urfa Doğalgaz Santrali ve devreye girmesi planlanan HES'leri içermektedir. Değerlemeye alınmadığı için Ağrı Doğalgaz'dan gelecek üretim ve satışlar dikkate alınmamıştır.

DUY Fiyat Beklentileri

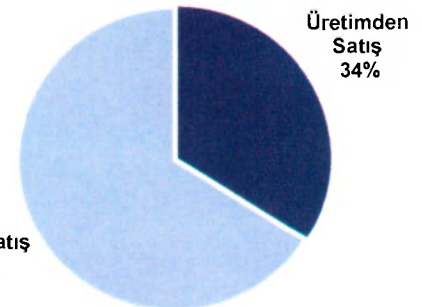
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Beklenen Enflasyon	6,2%	6,5%	6,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	4,0%
Ort. DUY Fiyatı (TL)	0,1527	0,1701	0,1807	0,1926	0,2046	0,2160	0,2288	0,2428	0,2601	0,2787
Değişim	14,0%	11,4%	6,2%	6,6%	6,2%	5,6%	5,9%	6,1%	7,1%	7,1%

Satışlar (TL'000)-(Voytron-Urfa Doğalgaz Santrali ve HES'ler)	2012	2013T	2014T	2015T	(2012/2015 BYBO %)
Üretimden Satışlar	86.654	163.212	172.648	185.619	28,9%
FAVÖK	27.149	40.364	48.656	51.886	24,1%
FAVÖK Marjı	31,3%	24,7%	28,2%	28,0%	
Toptan Elektrik Satışları	114.594	315.630	150.000	159.937	11,8%
FAVÖK	4.943	12.000	4.500	4.798	-1,0%
FAVÖK MARJİ	4,3%	3,8%	3,0%	3,0%	
Toplam Net Satışlar	201.248	478.842	322.648	345.556	19,7%
Toplam FAVÖK	32.091	52.364	53.156	56.684	20,9%
Toplam FAVÖK Marjı	15,9%	10,9%	16,5%	16,4%	

*Net satışlar, yek alacak tutarı, TEİAŞ dengesizlik alacak tutarı, grubun dengesizlik tutarı, kayıp-kaçak bedeli, perakende hizmet bedeli, iletim hattı bedeli, dağıtım sistem bedeli gibi gelir ve giderlere yansıtılan tutarlardan arındırılmıştır. Satış Projeksiyonu, 128 MW Urfa Doğalgaz Santrali, 19 MW HES'ler ve Voytron toptan satışlarını içermektedir.

2012-2015 Üretim
BYBO %31,4

Satışların Kırılımı (2013-TL)



Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



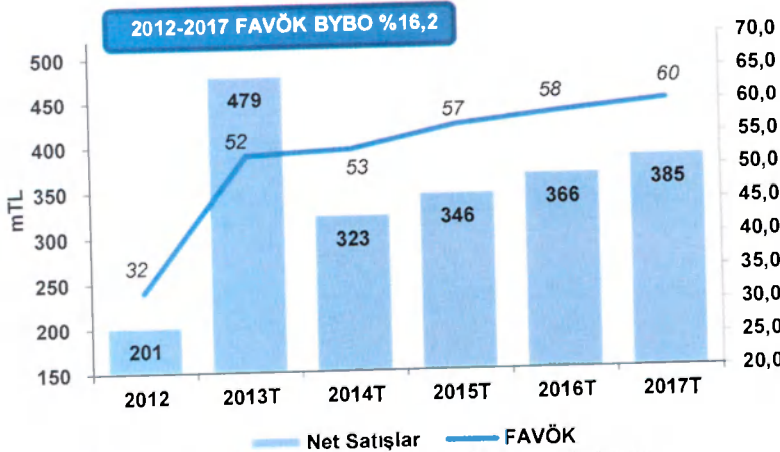
FAVÖK'ün 2013 Yılında %63,2 Büyüyeceği Öngörülmektedir...

- Önemli bir yatırım sürecinin yaşandığı 2012 sonu itibarıyla 128 MW kurulu güce sahip olan şirket yıl içerisinde ortalama 88,2 MW ile çalışmıştır. Kapasite faktörü ise 2012 yılında doğalgaz santrali işletilmesine rağmen %41 ile çok düşük bir seviyede gerçekleşmiştir. Yatırımın ilk etabı 2011 sonunda devreye alınırken 2. ve 3. etaplar 2012 Nisan ve Ağustos ayında devreye alınmıştır. Yıl içerisinde yatırım sürecinin sürmesi Haziran ayında santral durmasma sebep olurken Ocak ve Şubat aylarında kapasite faktörünün %39,8 ve %43,9 gibi çok düşük seviyelerde gerçekleşmesini beraberinde getirmiştir. Şirketin 110 milyon TL net borcu bulunmasına karşın 2012 yılsonunda elde edilen 32 milyon TL'lik FAVÖK katılan yüksek net borcun karşılığı değildir. 2013 yılında santralin tüm aylarda çalışacağı ve kurulu gücün tam kapasite olacağı düşünüldüğünde şirket için 2013 yılı FAVÖK'ü normalize FAVÖK olarak kabul edilebilir. 2013 yılında doğalgaz segmenti için kapasite faktörünün %56'ya yükseleceği beklenirken kurulu gücün ortalama 135 MW olarak gerçekleşeceği varsayılmaktadır. 2012 yılını 128 MW ile kapatan doğalgaz santrali Haziran 2013'te bitecek 12 MW'lık son etap yatırımı ile 140 MW kurulu güce ulaşacaktır. 12 MW'lık buhar türbini yatırımı sadece ciro ve FAVÖK'ü artırıcı bir etkiye sebep olmayacak karjını da artıracaktır. Zira ilave elektrik üretimi mevcut kurulu güçten üretilen elektrik sonucu oluşan ısının buhar enerjisine dönüştürülmesi ile gerçekleşecektir. Başka bir deyişle santral 2013 Haziran sonrası 140 MW'lık elektrik üretirken 128 MW'lık doğalgaz tüketecektir. Kurulu güç ve kapasite faktöründeki normalizasyon süreçlerine şirketin tam konsolide ettiği Voytron'un 2012 yılının son çeyreğinde imzaladığı sözleşmelerle müşteri portföyüne kattığı Türk Telekom, Avea ve İkitelli Organize Sanayi Bölgesi ile anlaşmaları da grubun konsolide FAVÖK'ünü ciddi anlamda güçlendirecektir. Şirketin 2013 yılında 52,4 milyon TL'lik normalize FAVÖK'e ulaşarak FAVÖK'te 2012 yılına göre %63,2'lik bir büyüme sergileyeceği beklenmektedir. 2013 yılında yatırım süreçleri başlayan ve 2014 sonunda tamamlanacak olan HES yatırımlarının FAVÖK'te tam etkisi ise 2015 yılında gözlemlenecektir. Değerlememiz Voytron'un sözleşmeye dayalı gelirlerini, Odaş Urfa Doğalgaz Santralinin lisans dönemi boyunca elde edeceği nakit akışlarını ve 2014-2015 yıllarında devreye alınacak 19 MW HES'leri içermektedir. Ağrı Doğalgaz ve YEL Enerji Kömür santrali yatırımlarının planlanmasına rağmen değerlemeye dahil edilmemiş ve yatırımcılara ikinci bir halka arz iskontosu sağlanmıştır.

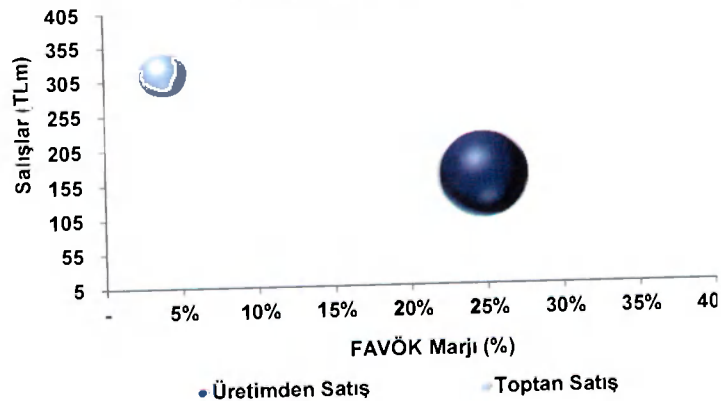
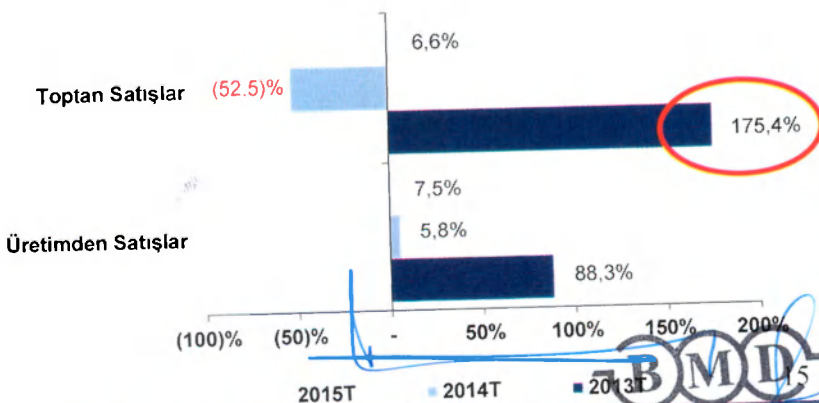
Konsolide Gelir & FAVÖK

TLm	2012	2013T	2014T	2015T	2016T
Net Satışlar	201,2	478,8	322,6	345,6	365,7
FAVÖK	32,1	52,4	53,2	56,7	58,5

*Net satışlar, gelir ve giderlere yansıtılan tutarlardan arındırılmıştır.



*Net satışlar, gelir ve giderlere yansıtılan tutarlardan arındırılmıştır.

Ürün Bazlı FAVÖK Marj (2013)**Ürün Bazlı Ciro Gelişimi****Ürün Bazlı Ciro Gelişimi**

	2013T	2014T	2015T	BYBO
Üretimden Satışlar	88,3%	5,8%	7,5%	28,9%
Toptan Satışlar	175,4%	(52,5)%	6,6%	11,8%

Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin



ODAŞ ENERJİ

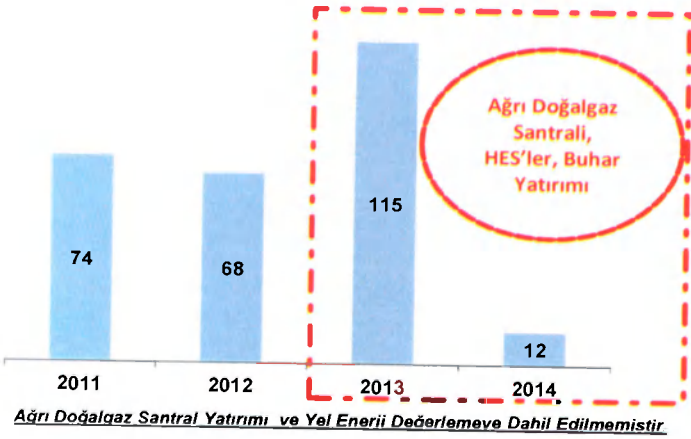
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



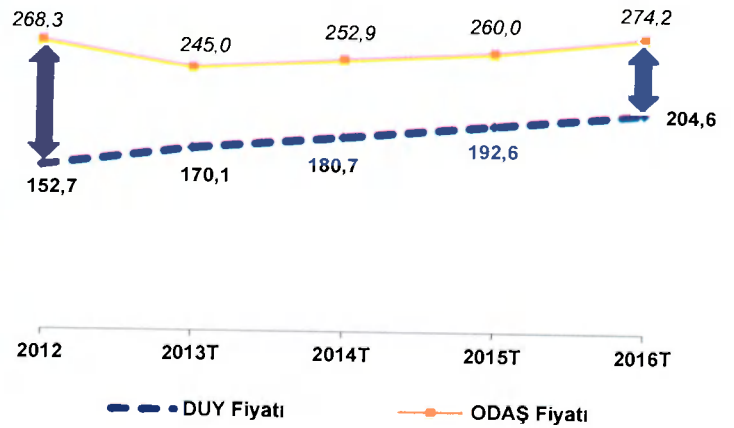
Yüksek DUY Primi...

- 2011 ve 2012 yıllarında doğalgaz santrali için UFRS verilerine göre (aktifleşmiş finansman gideri dahil) toplam 142 milyon TL yatırım yapan Odaş, 2013 ve 2014 yıllarında portföyünü çeşitlendirmek ve güçlendirmek adına yeni doğalgaz ve HES santralleri için toplam 127 milyon TL yatırım yapmayı planlamaktadır. (Değerlemede yatırım projeksiyonunda Ağrı Doğalgaz yatırımı dikkate alınmamıştır) Pları olan santraller için lisanslar alınmış olup fizibilite tamamlanmıştır. Yatırımların elektromekanik siparişleri için 2013 Ocak itibarıyla firmalarla görüşmeler başlamış olup süreç hızlı bir şekilde devam etmektedir. Şirket mevcut doğalgaz santrali için ise 2013 yılında buhar yatırımı yapmakta ve santral kapasitesini 2013 yılı içerisinde 140 MW'a çıkarmayı planlamaktadır. Kombine çevrim yatırımı Nisan 2013 itibarıyla yaklaşık %85 oranında tamamlanmış durumdadır. Odaş'ın mevcut doğalgaz santrali hem bölgesel hem de teknolojik bazı avantajlara sahiptir. Yeni teknolojinin sağladığı esneklik dengeleyici birim olan doğalgaz santrali için elektrik fiyatlarının yükseldiği zaman dilimlerinde hızlı açılıp kapanma özelliği sağlamaktadır. Optimizasyon konusunda uzmanlaşmış doktora öğrencilerinin de yer aldığı bir ekip tarafından profesyonel standartlarda yönetilen süreç elektrik fiyatlarının peak saatlerini dikkate almakta ve sektörde önemli bir avantaj sağlamaktadır. Şirketin DUY piyasasındaki satışları optimizasyon gücü ile ortalama fiyatların %40-80 üzerinde gerçekleşmektedir. Doğalgaz santralinin kapasite faktörünün projeksiyon döneminde %55 gibi düşük bir seviyede gerçekleşeceği beklentisi de optimizasyon sürecini doğal bir sonucudur. DUY fiyatlarına olan optimizasyon primi düştüğü durumlarda santral kapasite faktörünün artacağı dikkate alınmalıdır. Buna ek olarak santralin Mayıs-Eylül dönemleri arasında bölgesel satış yapabilme gücü bu dönemlerde ortalama DUY fiyatının %200-300 üzerinde fiyatlarla elektrik satışı yapılabilmesini sağlamaktadır. TEİAŞ'ın Türkiye enterkonnekte sistemine bağlı iletim hatlarının kapasitesinin yetersiz olmasından dolayı Urfa bölgesinde bölgesel talep en yakın üretim santrallerinden sağlanmaktadır. Bu durum bölgesel satışlarda fiyatı Odaş'ın belirlemesine sebep olmaktadır. Bölgesel satışların da etkisiyle şirket 2012 yılında DUY fiyatlarının ortalama %75 üzerinde elektrik satışı fiyatına ulaşmıştır. Bölgede mevcut durum itibarıyla başka bir santral yatırımı bulunmamaktadır. Zira bu bölgede yatırım yapmak isteyen bir yatırımcının bölgede doğalgaz boru hatlarının dolu olması nedeniyle doğalgaz yatırımına ek olarak boru hattı yatırımı da yapması gerekmekte ve bu durum yatırımın maliyetini ciddi anlamda artırmaktadır. Doğalgaz santrallerinin soğutma sistemleri için gerekli su kaynaklarının bölgede yetersiz olması bir diğer faktör olarak görülebilir. Buna ek olarak bölgede 6-7 yıl içerisinde 1200 MW kapasiteli Ilısu barajı devreye girecek ve bölgesel satış primi önemli ölçüde ortadan kalkacaktır. Bu durum bölgeye yeni yatırımın gelmesini engellemektedir. Projeksiyonlarımızda ilk 3 yıl içerisinde bölgesel satış priminin etkisinin ortadan kalkacağı ve %75 olan DUY priminin %35'e gerileyeceği varsayılmıştır. Ilısu barajın devreye girişi düşünüldüğünde bölgesel satış primini 6-7 yıl daha sürmesi beklenebilir.

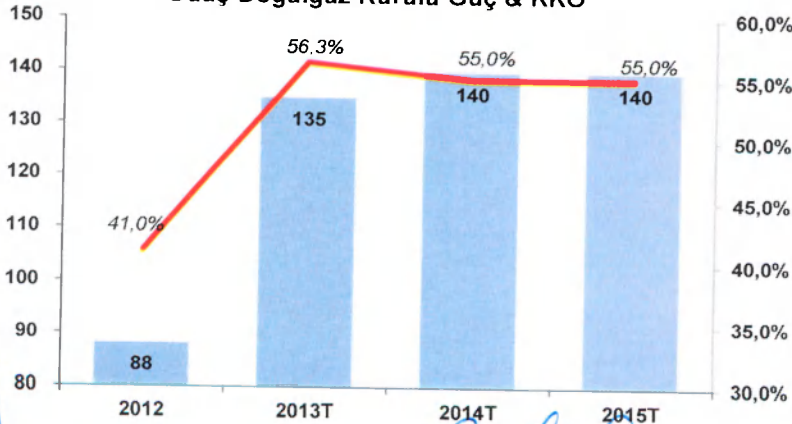
Planlanan Yatırım Harcamaları (Milyon TL)



Duy Primi (TL/Mwh)



Odaş Doğalgaz Kurulu Güç & KKO



Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin



ODAŞ ENERJİ

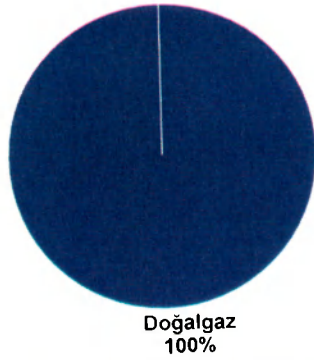
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



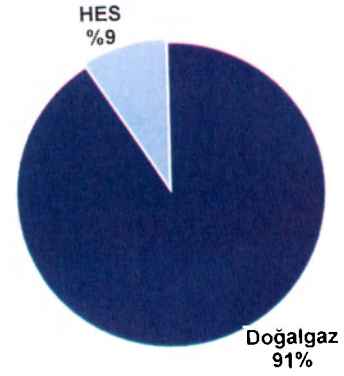
Faal Kapasite Gelişimi

Kurulu Güç	2012 Ort.	2012 Yıl Sonu	2013 Ort.	2013 Yıl Sonu	2014	2015
Doğalgaz	88,2	128,0	135,0	140,0	195,0	195,0
HES	-	-	-	-	8,2	19,2
Termik	-	-	-	-	-	-
Toplam	88,2	128	135	140	203,2	214,2

Kurulu Güç (2012)



Kurulu Güç (2015)

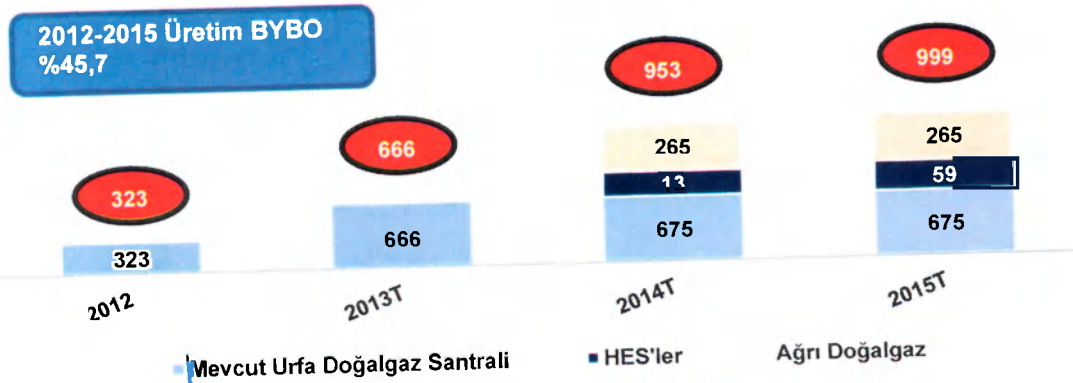


*Tüm veriler Şirketten sağlanmış olup mevcut durumda 128 MW doğalgaz kurulu gücü bulunurken 63 MW ilave doğalgaz lisansı, 10 MW HES lisansı bulunmaktadır. 9 MW HES lisansı ve 350 MW kömür lisansı için lisans alım süreci devam etmektedir.

Hedef 999 milyon Kwh Elektrik Üretmek...

- Yeni yatırımların etkisiyle 2012'de 88,2 MW olan ortalama kurulu gücün 2013 yılında 135, 2014 yılında 199 ve 2015 yılında 215 MW olarak gerçekleşmesi beklenmektedir. Kömür santralinin devreye girme halinde ise Odaş'ın kurulu gücü 564,2 MW'a ulaşabilecektir. 2012 yılında eksik kurulu güçle çalışan Odaş Doğalgaz santralinde toplam üretim 322.990 Mwh iken 2013 yılında üretimin 666.254 Mwh'a yükseleceği beklenmektedir. 2015 yılında HES ve Ağrı doğalgazın devreye girmesiyle grubun toplam elektrik üretimi 999.000 Mwh'a ulaşacağı öngörülmektedir. Kömür santralinin devreye girme durumunda ise 564 MW kurulu güç ile toplam üretim 3.459.948 Mwh olarak gerçekleşebilecektir. Değerleme çalışmamız, nakit akımları ve değere etkisi açısından Ağrı Doğalgaz Santrali, Odaş Toptan Doğalgaz Ticaret A.Ş. ve Yel Enerji yatırımlarını dikkate almamıştır.

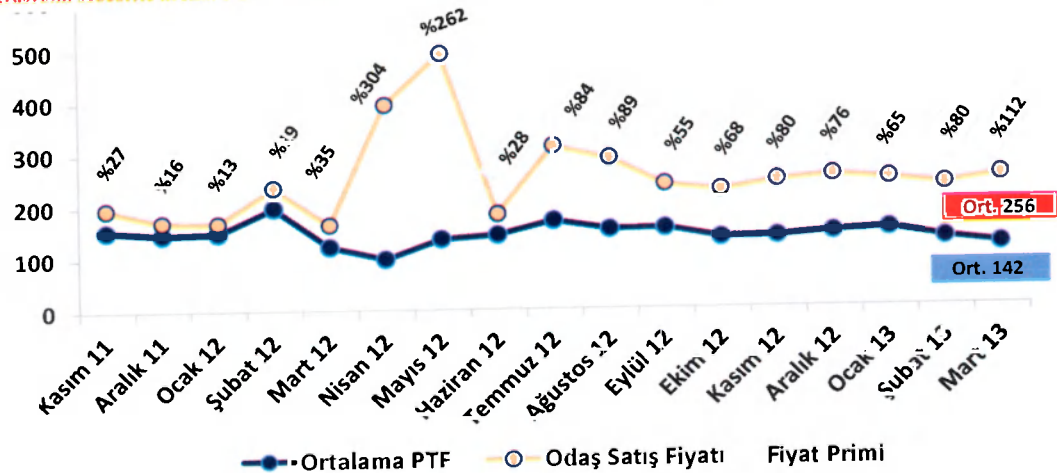
Yıllık Üretim (GWh)



2012 Urfa Doğalgaz Santrali Faaliyet Verileri-TL

2012	Kapasite (MW)	Üretim (Mwh)	Odaş Fiyatı (TL/MWh)	Ort. DUY Fiyatı (TL/MWh)	DUY Primi	Elektrik Satış Geliri	Doğalgaz Maliyeti	Faaliyet Giderleri	FAVÖK	FAVÖK Marjı
Ocak	54,2	16.045	166,6	149,3	11,6%	2.673.418	2.274.672	203.618	195.128	7,3%
Şubat	54,2	17.708	232,6	196,9	18,1%	4.118.172	2.499.683	203.618	1.414.871	34,4%
Mart	54,2	12.128	163,4	121,7	34,2%	1.981.109	1.670.479	203.618	107.012	5,4%
Nisan	54,2	12.517	393,0	97,5	303,3%	4.919.682	2.205.093	386.618	2.327.971	47,3%
Mayıs	110	9.776	492,9	135,9	262,8%	4.818.688	1.589.656	386.618	2.842.414	59,0%
Haziran	0	733	190,1	142,9	33,0%	139.444	128.591	386.618	-375.765	a.d.
Temmuz	110	52.943	310,4	169,4	83,3%	16.435.074	8.843.220	671.618	6.920.236	42,1%
Ağustos	110	61.360	295,0	152,1	94,0%	18.101.200	9.979.426	571.618	7.550.156	41,7%
Eylül	128	39.445	238,2	153,6	55,1%	9.400.501	6.578.899	571.618	2.249.984	23,9%
Ekim	128	28.201	222,8	151,8	46,8%	6.281.695	5.253.953	471.618	556.124	8,9%
Kasım	128	32.160	237,7	145,1	63,8%	7.738.775	6.049.615	421.618	1.267.542	16,4%
Aralık	128	39.974	257,1	152,2	69,0%	10.046.335	7.561.697	391.618	2.093.020	20,8%
Toplam	88,2	322.990	268,3	147,4	82,1%	86.654.093	54.634.984	4.870.415	27.148.694	31,3%

Haziran ayında yatırım entegrasyonu sebebiyle üretim yapılmamıştır.



Kaynak: ODAŞ

Optimizasyon ile Sağlanan Yüksek FAVÖK Marjı...

- Odaş doğalgaz santralinin 2012 yılındaki aylık verilerine bakıldığında santralin 3 etap halinde devreye alındığı görülmektedir. Doğalgaz santrallerinin mevsimsellik açısından yüksek kapasite faktörü ile çalıştığı Ocak-Şubat aylarında şirketin düşük kapasite faktörü ile üretim yaptığı görülmektedir. 2012 yılında sert geçen kış İran'dan doğalgaz tedarikinde sorunlara sebep olmuş ve doğalgaz santralleri normalize üretimlerini yapamamışlardır. Odaş'a özel bir durum olarak da şirketin yatırımın ilk etabının tamamlanması sonrası hemen üretime başlaması doğalgaz tedarikinde hane halkının kullandığı boru hattını kullanmasına sebep olurken bu durum doğalgaz tedarik sorununu beraberinde getirmiştir. 2013 yılı Mayıs sonunda ise şirket kendi doğalgaz boru hattı yatırımını tamamlamayı planlamaktadır.
- Aylık üretilen FAVÖK'lerde ise Haziran ayında santralin durması nedeniyle FAVÖK üretilmediği görülmektedir. Özellikle Temmuz-Ağustos aylarında üretilen FAVÖK'lerin bölgesel satışlar sonrası zirveye ulaştığı görülmektedir. Geçtiğimiz yıl 110 MW kapasite ile bölgesel satışlardan FAVÖK üreten şirket 2013 yılında 140 MW kurulu güç ile bölgesel satış gerçekleştirecektir. Şirketin elektrik fiyatlarının gelişimine bakıldığında son 17 ayda gün öncesi fiyatlara göre ortalama %83 primle elektrik sattığı görülmektedir. Nisan-Ağustos dönemlerinde prim %300'lere yükselmiştir. Aynı dönemlerde gün öncesi piyasada ortalama elektrik fiyatları 142 TL/Mwh iken Odaş ortalama 256 TL/Mwh'ten elektrik satışı gerçekleştirmiştir. 2013 yılı Ocak-Şubat döneminde satışların tamamı DUY'a olup bölgesel satış olmamasına rağmen ortalama DUY fiyatlarına olan prim sırasıyla %65 ve %80 seviyesindedir. Şubat ayı içerisinde ortalama DUY fiyatları 130 TL/Mwh iken Odaş satış fiyatı 233 TL/Mwh seviyesindedir. Bu durum santralin yüksek teknolojisini getirdiği ve optimizasyon konusunda uzmanlaşmış bir ekip tarafından yürütülen sürecin önemli boyutlarda olduğunu göstermektedir. Mart ayında ise prim %112'lere kadar yükselmiş olup santral, Mart 2013'te bölgesel satış priminden de yararlanmıştır. Santralin 2012 yılındaki FAVÖK marjı %31,3 olarak gerçekleşmiştir. Şirket 2012 yılında doğalgazını Akso Doğalgaz toptancısından temin ederken fiyatlar BOTAŞ fiyatları ile aynı seviyede gerçekleşmiştir. 2013 yılında ise şirket doğalgaz tedarikinin %40'ını Akso Doğalgaz'dan BOTAŞ fiyatları seviyesinden sağlamayı planlarken %60'lık kısım için Doğal Enerji şirketi ile BOTAŞ fiyatlarına bir miktar iskontolu doğalgaz tedarik sözleşmesi imzalamıştır.

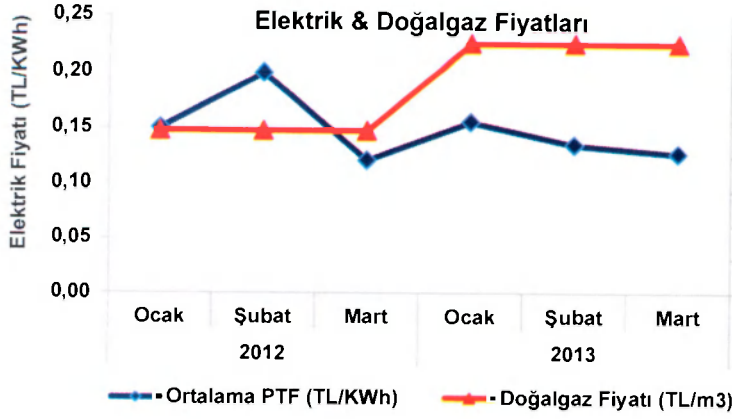
BMD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



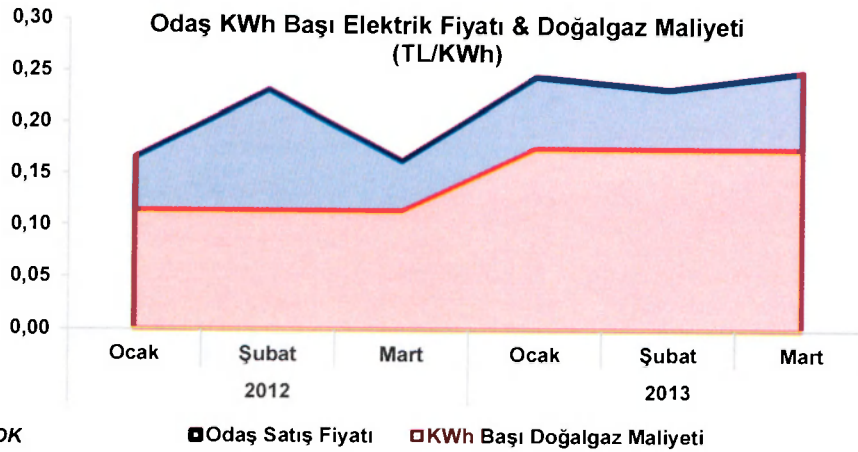
ODAŞ ENERJİ





Türkiye Elektrik Tüketimi (Gwh)			
Tüketim	2012	2013	Değişim
Ocak	21.359	21.294	-0,3%
Şubat	20.006	18.853	-5,8%
Mart*	20.685	20.402	-1,4%
Toplam	62.050	60.549	-2,4%

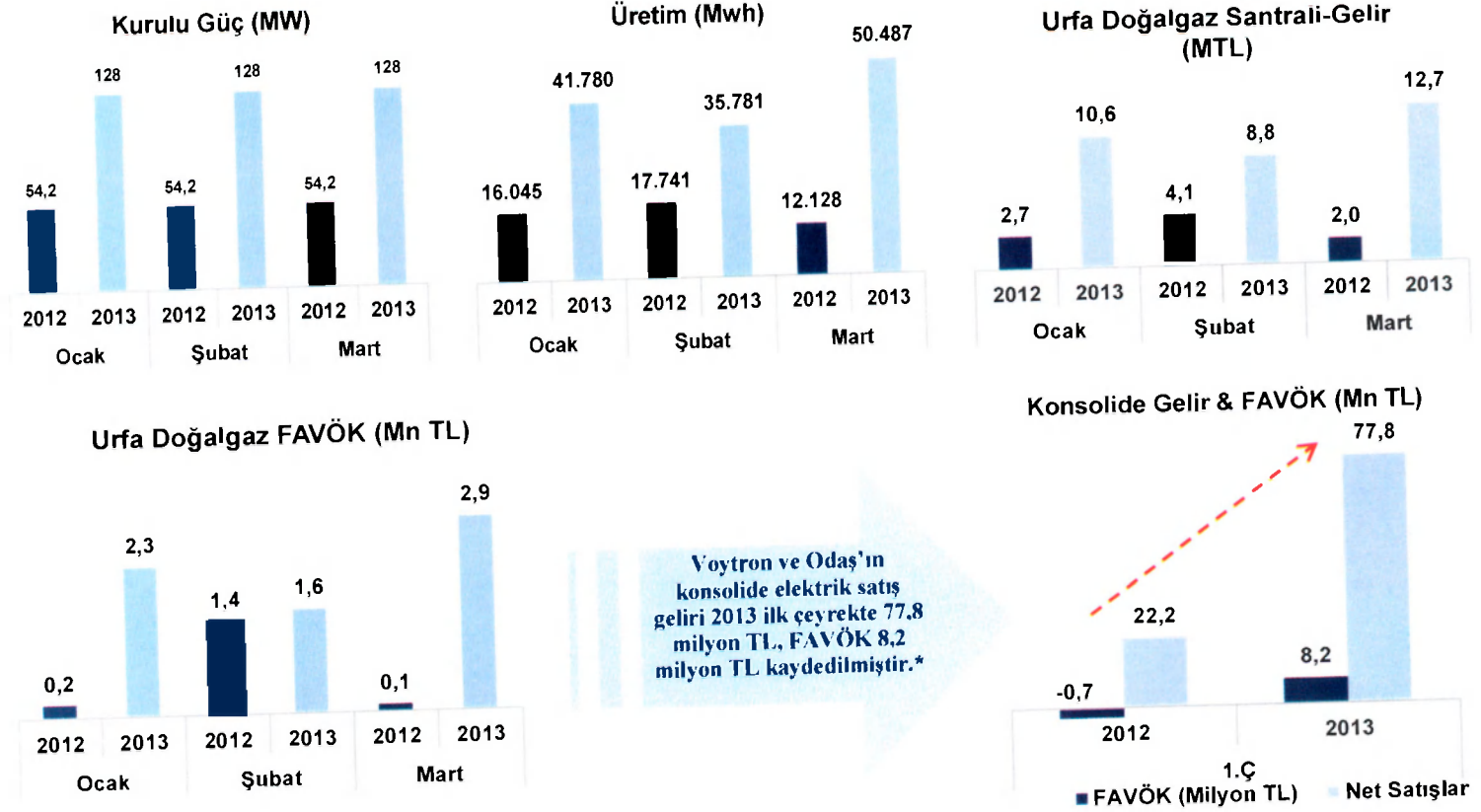
*2013 Mart verileri kesinleşmemiş verilerdir.
Kaynak: TEİAŞ



Kaynak: ODAŞ & TEİAŞ & EPDK

- Türkiye elektrik tüketimi 2013 yılının ilk çeyreğinde geçtiğimiz senenin aynı dönemine göre %2,4 gerilemiştir. 2013 yılı ile 2012 yılının ilk çeyrek elektrik ve doğalgaz fiyatlarına bakıldığında elektrik fiyatları gerilerken metreküp başı doğalgaz fiyatlarının arttığı görülmektedir. Bu durum bir çok doğalgaz santrali için yeterli primin elde edilemediği durumda faaliyetin durması anlamına gelmektedir. 1 kwh elektrik üretmek için ortalamada **0,243 m3** doğalgaz tüketen Odaş'ın satış fiyatı ve kwh başı doğalgaz maliyeti verilerine bakıldığında ise 2012 yılında olduğu gibi 2013 yılında da olumsuz konjonktüre rağmen fiyat optimizasyon mekanizmasının etkisiyle karlılığın sürdüğü gözlemlenmektedir. Bu durum santralin yeni bir teknoloji ile kurulmasından kaynaklandığı gibi fiyat optimizasyon mekanizmasının başarılı bir şekilde yürütüldüğünü göstermektedir. Doğalgaz fiyatlarındaki bu artış gelecekte elektrik tüketiminin artmasının beklendiği özellikle yaz aylarında elektrik fiyatlarının da yükseleceği anlamına gelmektedir. Mevcut durumda Odaş Doğalgaz santrali kar edebiliyorken Voytron düşük elektrik fiyatlarından alım yapıp kontrata dayalı fiyatlardan satış yaparak karlılığını artırmaktadır.

BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



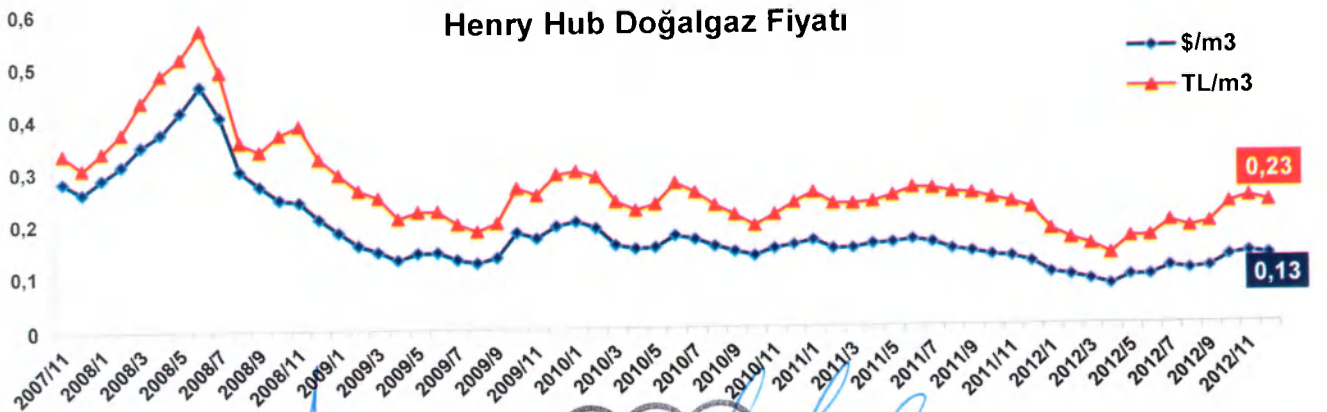
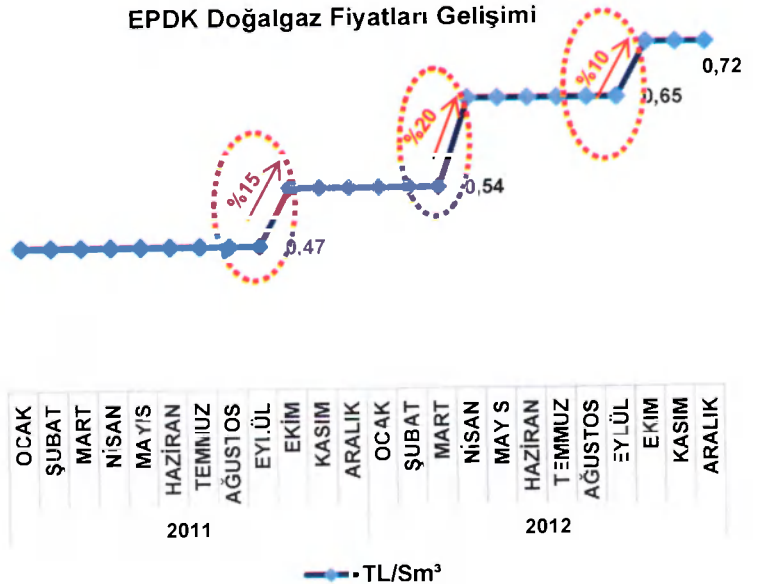
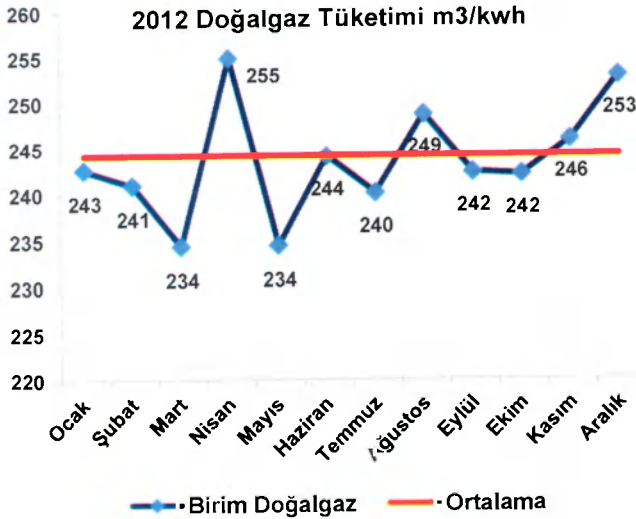
*Tüm veriler Şirketten alınmış olup 2013 ilk çeyrek verileri bağımsız denetimden geçmemiş ve kesinleşmemiş sonuçlardır. Konsolide ve solo cirolarda gelir ve giderlere yansıtılan kalemler yer almamaktadır.

2013 Yılına Hızlı Başlangıç...

- Urfa'daki doğalgaz santralinin 2013 Ocak-Şubat-Mart verilerine bakıldığında santralin karlılık açısından yükselen trendinin sürdüğünü görülmektedir. 2012 Ocak döneminde 0,2 milyon TL FAVÖK üreten santral, 2013 Ocak döneminde artan kurulu gücün etkisiyle FAVÖK'ünü 2,3 milyon TL'ye yükseltmiştir. Aynı dönemlerde ciro 2,7 milyon TL'den 10,6 milyon TL'ye yükselmiştir. 2013 Şubat ayında doğalgaz fiyatları tarihi zirvesine yükselirken elektrik fiyatları dip seviyelerdedir. Mevcut seviyeler birçok doğalgaz üreticisinin pozitif FAVÖK üretmesi için zor bir duruma işaret ederken Odaş, 2013 Şubat'ta FAVÖK'ünü önceki seneye göre artırabilmiştir. Bu durum şirketin fiyat optimizasyonu konusundaki başarısını göstermektedir. Gelecek dönemlerde artan doğalgaz fiyatlarının elektrik fiyatlarına da yansıtılacağını beklemekteyiz. Ancak mevcut durumda da Grubun toptan şirketi ile sağladığı entegrasyon sayesinde düşük elektrik fiyatlarından yararlanılmaktadır. 2013 Şubat ayı itibariyle 130 TL/Mwh seviyesinde seyreden DUY fiyatları, Odaş'ın elektrik fiyatı (233 TL/Mwh), kapasite faktörü ve FAVÖK'unun beklentilerin altında kalmasına neden olurken elektrik satış fiyatını 2013 yılı için 180 TL/Mwh seviyesinden sözleşme ile garantiye alan Voytron'un piyasadan 130 TL/Mwh gibi düşük maliyetten elektrik alımı ve karlılığın artırılmasını beraberinde getirmektedir. Olumlu trend üretim, kapasite, ciro ve FAVÖK açısından Mart 2013'te çok daha keskin bir şekilde görülmektedir. Voytron dahil edildiğinde konsolide verilere bakıldığında ise 2012 ilk çeyrekte bağımsız denetimden geçmemiş şirket tarafından sağlanan verilere göre 22,2 milyon TL olan konsolide ciro 2013 ilk çeyreğinde 77,8 milyon TL'ye yükselmiştir. FAVÖK ise -0,7 milyon TL seviyesinden 2013 ilk çeyreğinde 8,2 milyon TL'ye yükselmiştir. 2012 ilk çeyreğinde negatif FAVÖK bulunmasına rağmen yıl sonu FAVÖK 32 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bağımsız denetimden geçmemiş ve kesinleşmemiş sonuçlara göre ise 2013 ilk çeyrek itibariyle şirketin son 4 çeyrek FAVÖK rakamı 40,8 milyon TL'dir. Bu durum 2013 yılı için önemli bir potansiyele işaret etmektedir. Zira Odaş, konsolide FAVÖK'ünün önemli bir kısmını yaz döneminde elde etmektedir. 2013 yılına ait tüm veriler kontrol edilmemiş ve bağımsız denetimden geçmemiş yaklaşık verilerdir.

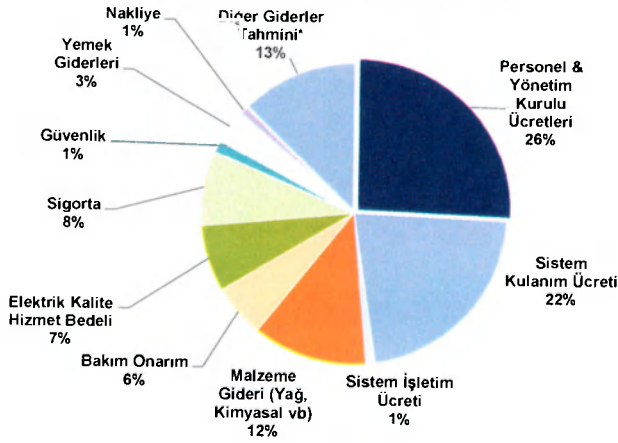
Giderler

- Doğalgaz santralleri elektrik üretimi için doğalgaz boru hattından tedarik ettikleri doğalgazı temel üretim girdisi olarak kullanmaktadırlar. Dolayısıyla üretim sürecinin en büyük değişken gideri doğalgaz olarak karşımıza çıkmaktadır. Teorik olarak üretilen her bir KWh elektrik için tüketilmesi gereken doğalgaz miktarı her santral ve türbin için değişmekle birlikte Odaş'ın sahip olduğu santral için bu oran **0,235 m3/KWh** olarak ifade edilmiştir. Gerçekleşmiş elektrik üretimi ve doğalgaz tüketimi rakamları incelendiğinde bu oranın aylık bazda değişiklik gösterdiği görülmektedir. Aylık bazda ortalama doğalgaz tüketim **en düşük 2012 Mayıs ayında 0,234 m3/KWh** olarak gerçekleşirken **en yüksek ortalama 0,255 m3/KWh** olarak **2012 Nisan** ayında gerçekleşmiştir. 2012 yılı ortalaması ise 0,243 m3/KWh'dir.
- Doğalgaz fiyatları gelişim grafiği incelendiğinde 2011 başında 47 kuruş olan 1 m3 doğalgazın fiyatı 2011 Ekim'de %15 zamlarla 54 kuruşa yükselmiş, 2012 Nisan ayında %20'lik ikinci bir zamlarla 65 kuruşa yükselmiş ve en son 2012 Ekim ayında %10,4'lük artışla 72 kuruşa yükselmiştir. 2013 yılbaşı ile 2011 yılbaşı arasında doğalgaz fiyat artışı %53 olarak gerçekleşmiştir. 2012 yılında Urfa Doğalgaz santralinin kullanmış olduğu doğalgazın maliyeti KWh başı elektrik için yaklaşık 17 kuruş olarak gerçekleşmiştir. Sektörde fiyatların 17 kuruşun altına inmesi durumunda doğalgaz santrallerinin değişken maliyeti dahi karşılanamayacağı için elektrik üretiminin teorik olarak duracağı varsayılabilir. Bir diğer ifade ile doğalgaz santrallerinin faaliyetlerine devam edebilmesi için elektrik fiyatlarının 17 kuruş/KWh'm üzerinde olması gerekmektedir.
- Türkiye piyasasında doğalgaz fiyatları bu şekilde seyrederken dünya emtia borsalarında doğalgaz fiyatları 2012'de son 6 yılın en düşük seviyelerine gerileyerek 0,13 dolar/m3 (0,23TL/m3) olmuştur. Türkiye'nin yüksek fiyatla doğalgaz kullanmasının en büyük sebebi "al ya da öde" anlaşmaları ve fiyatların uluslararası doğalgaz fiyatlarına endekslenmesinden ziyade petrol fiyatlarına endekslenmesidir. Piyasanın liberalleşmesi, ithalat izni alan şirket sayısının artmasıyla sıvılaştırılmış doğalgaz (LNG) istasyonlarından temin edilecek ucuz doğalgazla elektrik üreticilerinin maliyetinin de düşmesi beklenmektedir. Maliyetlerin ucuzlaması uzun vadede fiyatların da gerileyebileceği anlamına gelmektedir. Dünya doğalgaz borsasında meydana gelebilecek dalgalanmalar da maliyetler üzerinde ciddi bir risk unsurudur. Şirket 2012 yılında doğalgazı Aksa Doğalgaz'dan temin ederken 2013 yılında toplam tüketiminin %60'ını BOTAŞ fiyatlarına bir miktar iskontolu olarak Doğal Enerji A.Ş.'den temin edecektir. Kalan kısım ise Aksa Doğalgaz'dan tedarik edilmeye devam edecektir.

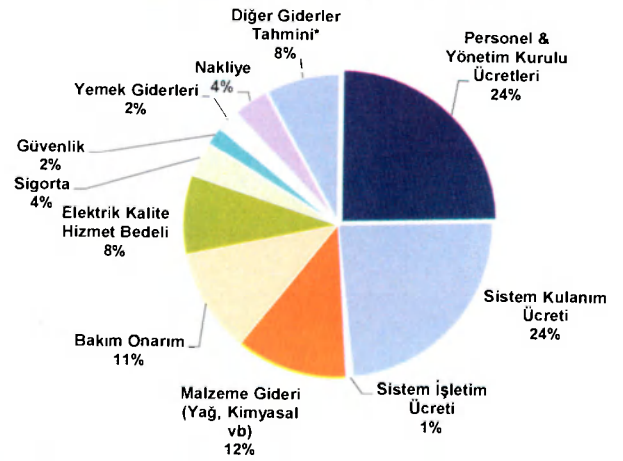


- Odaş, normalize elektrik üretimine ve bu üretim için normalize gider harcamasına 2013 yılından itibaren başlayacağı için 2013 yılında gerçekleşecek giderler üzerinden analiz yapılmıştır.
- Şirketin doğalgaz haricinde değişken gideri bakım onarım ve malzeme gideridir. Şirket yapmış olduğu bakım onarım sözleşmesi kapsamında motorların kümüle çalışma saatine göre değişen bir tarifiede bakım onarım faturasını kabul etmektedir. 2013 ve 2014 yılı için planlanan üretim kapsamında bakımı onarım gideri modellenerek tahmin edilmiştir. Buna göre 2013 yılında 0,8 milyon TL olan bakım onarım giderinin 2014 yılında %169 artışla 2,25 milyon TL olacağı öngörülmektedir. Yağ gideri de aynı şekilde üretilen enerji miktarıyla doğru orantılı bir şekilde modelleme yapılarak artırılmıştır.
- Bakım onarım ve yağ gideri haricindeki giderler genel olarak sabit giderler olarak sınıflandırılabilen giderlerdir. Personel ücretleri en büyük gider payını almaktadır. 2013 yılında toplam 1.860.000 TL personel gideri oluşacağı varsayılırken 2014 yılında %8 artış kaydederek 2 milyon TL'ye yükseleceği düşünülmektedir.
- Elektrik üretici şirketlerin kurulu güçleri nispetinde ve bulunduğu bölgeye göre değişen miktarlarda ödediği sistem kullanım ücreti Odaş için MW başı yıllık 25.000 TL olmakla birlikte 2012 yılına kadar faaliyete giren santraller için üretime başladığı andan itibaren %50 indirim uygulanmaktadır. Buna göre Odaş'ın 128 MW'lık bölümü 2017 yılına kadar %50 indirimli sistem kullanım ücreti ödeyecektir. 2013 Haziran'da devreye girecek olan 12 MW için ise indirimli sistem kullanım ücreti ödeyecektir. Ayrıca şirketin TEİAŞ adına ödemiş olduğu kamulaştırma giderleri de sistem kullanım ücreti ile mahsup edilmektedir. Şirket'in TEİAŞ'a ait olan nakil hattı yatırımını yapması sonucu katlandığı masrafları 2015 yılından itibaren 8 taksitle faizi ile alacağı TEİAŞ tarafından bildirilmiştir. Faizi ile alınacağı için 2015 sonunda faiz dahil edilmeden 650 bin TL mahsup geliri nakit akımlarına eklenmiştir.
- Diğer gider kalemleri olan sistem işletim ücreti, kalite hizmet bedeli, sigorta gideri, güvenlik gideri, kimyasal gideri, yemek ve nakliye gideri ve oluşabilecek diğer gider kalemleri sabit giderler olarak düşünülmüş ve enflasyon oranında artırılmıştır. 2013 yılında toplam giderler 7,6 milyon TL öngörülürken 2014 yılında bu rakamın %26 artışla 9,5 milyon TL olacağı varsayılmıştır.

Operasyonel Gider Dağılımı (2012)



Beklenen Gider Dağılımı (2013)



Odaş Gider Analizi (TL)

Gider Kalemi	2012 Toplamı	2013 Toplamı	13/12 Değ.	2014 Toplamı	14/13 Değ.
Personel & Yönetim Kurulu Ücretleri	1.252.692	1.860.000	48,5%	2.008.800	8,0%
Sistem Kullanım Ücreti	1.066.892	1.791.258	67,9%	2.032.447	13,5%
Sistem İşletim Ücreti	45.693	54.000	18,2%	57.240	6,0%
Malzeme Gideri (Yağ, Kimyasal vb)	590.925	884.830	49,7%	916.451	3,6%
Bakım Onarım	278.748	837.075	200,3%	2.249.546	168,7%
Elektrik Kalite Hizmet Bedeli	346.778	636.000	83,4%	674.160	6,0%
Sigorta	389.952	287.671	-26,2%	304.931	6,0%
Güvenlik	67.200	156.000	132,1%	165.360	6,0%
Yemek Giderleri	164.773	156.000	-5,3%	165.360	6,0%
Nakliye	52.120	300.000	475,6%	318.000	6,0%
Diğer Giderler Tahmini*	614.642	600.000	-2,4%	636.000	6,0%
Toplam	4.870.415	7.862.834	55,3%	9.528.296	26,0%

Danışmanlık, Kıra, Temsil, Noter, Gümrük ve TEİAŞ diğer giderlerin ten oluşmaktadır.

Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Odaş Doğalgaz Santrali Nakit Akımı

İN-ODAŞ-1 Doğalgaz Santrali	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2060
TL										
Ort. Kurulu Güç (MW)	88	135	140	140	140	140	140	140	140	140
Brüt Üretim (Mwh)	328.910	678.467	686.884	686.884	686.884	686.884	686.884	686.884	686.884	686.884
Değişim		106,3%	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
İletim Kaybı	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Net Üretim (Mwh)	322.990	666.254	674.520	674.520	674.520	674.520	674.520	674.520	674.520	674.520
KKO (Net-%)	42%	56%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%
DUY Fiyatı (TL/Mwh)	152,7	170,1	180,7	192,6	204,6	216,0	228,8	242,8	260,1	260,1
DUY Primi	76%	44%	40%	35%	34%	33%	32%	31%	30%	30%
Şirket Elektrik Satış Fiyatı (TL/Mwh)	268,3	245,0	252,9	260,0	274,2	287,3	302,1	318,1	338,2	338,2
Toplam Net Satışlar	86.654.093	163.212.440	170.603.605	175.408.804	184.938.133	193.792.458	203.742.982	214.580.842	228.112.432	228.112.432
Değişim		88,35%	4,53%	2,82%	5,43%	4,79%	5,13%	5,32%	6,31%	6,31%
Doğalgaz Alımı (m³)	78.645.877	153.305.074	150.163.423	150.163.423	150.163.423	150.163.423	150.163.423	150.163.423	150.163.423	150.163.423
Mwh Başı Doğalgaz Tüketimi (m³/Mwh)-128 MW	243	243	243	243	243	243	243	243	243	243
Birim Doğalgaz Fiyatı (TL/m³)	0,69	0,75	0,76	0,81	0,87	0,92	0,97	1,04	1,12	1,12
Doğalgaz Maliyeti (TL)	-54.634.984	-115.285.415	-113.713.657	-121.915.458	-130.013.614	-137.471.511	-146.045.057	-155.548.455	-168.555.757	-168.555.757
Brüt Kar	32.019.109	47.927.025	56.889.949	53.493.346	54.924.519	56.320.947	57.697.925	59.032.387	59.556.675	59.556.675
Operasyonel Giderleri	-4.870.415	-7.562.834	-9.528.296	-10.004.710	-10.504.946	-11.030.193	-13.581.703	-14.260.788	-14.831.220	-14.831.220
Halka Arz Giderleri	0	-2.500.000	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortisman	0	15.087.235	15.087.235	15.100.520	15.049.978	3.570.816	1.600.667	1.600.667	1.600.667	1.600.667
Faaliyet Karı	27.148.694	25.276.956	32.274.418	28.388.116	29.369.594	41.719.938	42.515.555	43.170.932	43.124.788	43.124.788
FAVÖK	27.148.694	40.364.191	47.361.653	43.488.636	44.419.573	45.290.754	44.116.222	44.771.599	44.725.455	44.725.455
FAVÖK Marjı	31,3%	24,7%	27,8%	24,8%	24,0%	23,4%	21,7%	20,9%	19,6%	19,6%
Yatırımlar	0	-17.680.000	0	0	0	0	0	0	0	0
TEİAŞ Mahsuplaşma Alacak Tahsilatı				650.100						
Vergi	0	5.055.391	6.454.884	5.677.623	5.873.919	8.343.988	8.503.111	8.634.186	8.624.958	8.624.958
İşletme Sermayesi	-6.177.910	-11.636.055	-12.163.000	-12.505.581	-13.184.964	-13.816.224	-14.525.636	-15.298.309	-16.263.030	-16.263.030
İşletme Sermayesi Değişim		-5.458.145	-526.945	-342.581	-679.383	-631.260	-709.412	-772.674	-964.720	-964.720
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%	-7,1%
Serbest Nakit Akımı		20.586.945	41.433.714	38.803.694	39.225.037	37.578.026	36.322.523	36.910.086	37.065.218	37.065.218
Değişim			101,26%	-6,35%	1,09%	-4,20%	-3,34%	1,62%	0,42%	0,42%
İndirgenmiş Nakit Akımı		18.257.569	32.587.870	27.066.135	14.264.290	20.615.280	17.671.863	15.925.844	14.183.225	103.072.892
Firma Değeri	273.644.969									
2021-2060 Payı	37,7%									
AOSM	12,8%									
Kurulu Güç (MW)	140									
MW Başlı Firma Değeri (USD)	1.085.893									
MW Başlı Firma Değeri (TL)	1.954.607									

Varsayımlar...

- 2012 yılında %76; 2013 ilk çeyreğinde ise %85 olan DUY primi muhafazakar bir yaklaşımla 2013 yıl ortalamasında %44 alınmış peydey düşürülerek 2024 yılında %26'ya kadar çekilmiştir. Ortalama DUY fiyatları, faaliyet giderleri ve birim doğalgaz fiyatlarının 2021 sonrası %2 artacağı varsayılmıştır. 2012 yılında VUK'a göre hızlandırılmış amortisman metodu kullanılırken şirket politikasını değiştirilmesi sonucu 2012 sonrası VUK'a göre normal amortisman metodu uygulanmıştır. Doğalgaz fiyatlarında Doğal Enerji ile yapılar anlaşma projeksiyonda dikkate alınırken 2013 yılı için mevcut kapasitenin artışı için buhar türbini yatırımı (17,6 Mn TL) projeksiyonda planlanmıştır. 2014 yılında elektrik üretimi artmasına rağmen tüketilen doğalgaz miktarının azalması sebebi 2014 sonrası 128 MW'lık kurulu gücün daha düşük KKO ile çalışacağı varsayımdır. Buhar türbini yatırımı sonrası santral 2014 sonrası 140 MW elektrik üretirken 121 MW'lık kısım için doğalgaz tüketecektir. (MWh başı 243 m³ doğalgaz tüketimi 128 MW içindir. Buhar türbini yatırımı ile beraber MWh başı üretilen elektrik için tüketilecek birim doğalgaz miktarı 222 m³'tür) Halka arz giderleri 2,5 milyon TL öngörülerek nakit akımından düşülmüştür. 2015 yılında TEİAŞ'tan nakil hattı yapımından dolayı mahsup edilecek olan 650 bin TL nakit akımına eklenmiştir. Değerleme santralin lisans dönemini kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır.

BİMİD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

BİMİD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

ODAŞ ENERJİ

Köprübaşı HES Nakit Akımı

İNA-Köprübaşı HES

TL	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2061
Kurulu Güç (MW)		8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2	
Üretim (Mwh)		12.572	25.143	25.143	25.143	25.143	25.143	25.143	
Değişim			100,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
KKO (Net-%)		18%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	
Şirket Elektrik Satış Fiyatı (TL/Mwh)		162,6	173,4	184,1	194,4	205,9	218,6	234,1	
Karbon Geliri		0	0	0	0	0	0	0	
Toplam Net Satışlar		2.044.073	4.358.969	4.630.073	4.888.227	5.178.153	5.495.229	5.886.698	
Değişim			113,25%	6,22%	5,58%	5,93%	6,12%	7,12%	
Operasyonel Giderleri		-750.000	-787.500	-826.875	-868.219	-911.630	-957.211	-995.500	
Değişim			5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	
Amortisman		607.500	607.500	607.500	607.500	607.500	607.500	607.500	
Faaliyet Karı		686.573	2.963.969	3.195.698	3.412.508	3.659.023	3.930.518	4.283.698	
FAVÖK		1.294.073	3.571.469	3.803.198	4.020.008	4.266.523	4.538.018	4.891.198	
FAVÖK Marjı		63,3%	81,9%	82,1%	82,2%	82,4%	82,6%	83,1%	
Yatırımlar		24.300.000							
Vergi		137.315	592.794	639.140	682.502	731.805	786.104	856.740	
İşletme Sermayesi		36.793	78.461	83.341	87.988	93.207	98.914	105.961	
İşletme Sermayesi Değişimi		36.793	41.668	4.880	4.647	5.219	5.707	7.046	
İşletme Sermayesi/Net Satışlar		1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Serbest Nakit Akımı		-24.300.000	1.119.965	2.937.007	3.159.178	3.332.860	3.529.500	3.746.207	4.027.412
Değişim			162,24%	7,56%	5,50%	5,90%	6,14%	7,51%	
İndirgenmiş Nakit Akımı		-21.550.499	880.859	2.048.605	1.954.242	1.828.405	1.717.195	1.615.401	1.541.113
Firma Değeri		3.665.860							
2021-2061 Arası Değer		13.629.540							
ODAŞ Payı		3.299.274							
AOSM		12,8%							
Kurulu Güç (MW)		8,2							
MW Başlı Firma Değeri (USD)		248.516							
MW Başlı Firma Değeri (TL)		447.329							

Varsayımlar...

- Şirket elektrik satış fiyatının piyasa ortalama DUY fiyatlarına %10 iskontolu olacağı öngörülürken DUY fiyatları ve faaliyet giderlerinin 2020 sonrası %2 artacağı varsayılmıştır. 2013 yılında 24,3 milyon TL başlangıç yatırımı planlanan santralin 2014 ortasından itibaren üretime başlayacağı ve yıllık %35'lik kapasite faktörü ile çalışacağı varsayılmıştır. Herhangi bir karbon geliri yazılmayan santral için değerlendirme santralin lisans dönemini (49 yıl) kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır. Değerleme çalışmamız 25. yılda MW başı 450 bin euro yenile yatırımı yazarken %12,8 AOSM ile nakit akımları 2013 başına indirgenmiştir.

Hisar HES Nakit Akımı

İNA-Hisar HES

TL	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2062
Kurulu Güç (MW)			9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	9,2	
Üretim (Mwh)			28.073	28.073	28.073	28.073	28.073	28.073	
Değişim			a d.	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
KKO (Net-%)			35%	35%	35%	35%	35%	35%	
Şirket Elektrik Satış Fiyatı (TL/Mwh)			173,4	184,1	194,4	205,9	218,6	234,1	
Karbon Geliri			0	0	0	0	0	0	
Toplam Net Satışlar			4.866.939	5.169.636	5.457.874	5.781.586	6.135.613	6.572.701	
Değişim				6,22%	5,58%	5,93%	6,12%	7,12%	
Operasyonel Giderleri			-850.000	-892.500	-937.125	-983.981	-1.033.180	-1.074.508	
Değişim				5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	
Amortisman			687.500	687.500	687.500	687.500	687.500	687.500	
Faaliyet Karı			3.329.439	3.589.636	3.833.249	4.110.105	4.414.932	4.810.694	
FAVÖK			4.016.939	4.277.136	4.520.749	4.797.605	5.102.432	5.498.194	
FAVÖK Marjı			82,5%	82,7%	82,8%	83,0%	83,2%	83,7%	
Yatırımlar	20.625.000	6.875.000							
Vergi			665.888	717.927	766.650	822.021	882.986	962.139	
İşletme Sermayesi			87.605	93.053	98.242	104.069	110.441	118.309	
İşletme Sermayesi Değişimi			87.605	5.449	5.188	5.827	6.372	7.868	
İşletme Sermayesi/Net Satışlar			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Serbest Nakit Akımı	-20.625.000	-6.875.000	3.263.446	3.553.760	3.748.911	3.969.757	4.213.073	4.528.187	
Değişim			-147,47%	8,90%	5,49%	5,89%	6,13%	7,48%	
İndirgenmiş Nakit Akımı	18.291.319	-5.407.230	2.276.301	2.198.327	2.056.650	1.931.391	1.817.843	1.732.738	15.328.510
Firma Değeri	13.643.212								
ODAŞ Payı	2.914.570								
2021-2062 Arası Değer	15.328.510								
AOSM	12,8%								
Kurulu Güç (MW)	9,2								
MW Başı Firma Değeri (USD)	221.203								
MW Başı Firma Değeri (TL)	398.165								

Varsayımlar...

- Şirket elektrik satış fiyatının piyasa ortalama DUY fiyatlarına %10 iskontolu olacağı öngörüldürken DUY fiyatları ve faaliyet giderlerinin 2020 sonrası %2 artacağı varsayılmıştır. 2013 ve 2014 yıllarında 27,5 milyon TL başlangıç yatırımı planlanan Santralin 2015 başından itibaren üretime başlayacağı ve yıllık %35'lik kapasite faktörü ile çalışacağı varsayılmıştır. Herhangi bir karbon geliri yazılmayan santral için değerlendirme santralin lisans dönemini (49 yıl) kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır. Değerleme çalışmamız 25. yılda MW başı 450 bin euro yenile yatırımı yazarken %12,8 AOSM ile nakit akımları 2013 başına indirgenmiştir.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Volkan HES Nakit Akımı

İNA-Volkan HES

TL	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2061
Kurulu Güç (MW)			1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	
Üretim (Mwh)			5.676	5.676	5.676	5.676	5.676	5.676	
Değişim				0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
KKO (Net-%)			35%	35%	35%	35%	35%	35%	
Şirket Elektrik Satış Fiyatı (TL/Mwh)			173,4	184,1	194,4	205,9	218,6	234,1	
Karbon Geliri			0	0	0	0	0	0	
Toplam Net Satışlar			984.026	1.045.227	1.103.505	1.168.955	1.240.534	1.328.907	
Değişim				6,22%	5,58%	5,93%	6,12%	7,12%	
Operasyonei Giderleri			-175.000	-183.750	-192.938	-202.584	-212.714	-221.222	
Değişim				5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	4,0%	
Amortisman			137.500	137.500	137.500	137.500	137.500	137.500	
Faaliyet Karı			671.526	723.977	773.067	828.870	890.320	970.185	
FAVÖK			809.026	861.477	910.567	966.370	1.027.820	1.107.685	
FAVÖK Marjı			82,2%	82,4%	82,5%	82,7%	82,9%	83,4%	
Yatırımlar									
Vergi			134.305	144.795	154.613	165.774	178.064	194.037	
İşletme Sermayesi			17.712	18.814	19.863	21.041	22.330	23.920	
İşletme Sermayesi Değişimi			17.712	1.102	1.049	1.178	1.288	1.591	
İşletme Sermayesi/Net Satışlar			1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	
Serbest Nakit Akımı	0	-5.500.000	657.008	715.580	754.905	799.418	848.468	912.057	
Değişim			-111,95%	8,91%	5,50%	5,90%	6,14%	7,49%	
İndirgenmiş Nakit Akımı	-4.325.784	458.273	442.652	414.140	388.938	366.094	349.004	3.087.025	

Firma Değeri	1.180.343
ODAŞ Payı	1.180.343
2021-2061 Arası Değer	3.087.025
AOSM	12,8%
Kurulu Güç (MW)	1,9
MW Başı Firma Değeri (USD)	354.457
MW Başı Firma Değeri (TL)	638.023

Varsayımlar...

- Şirket elektrik satış fiyatının piyasa ortalama DUY fiyatlarına %10 iskontolu olacağı öngörülürken DUY fiyatları ve faaliyet giderlerinin 2020 sonrası %2 artacağı varsayılmıştır. 2014 yılında 5,5 milyon TL başlangıç yatırımı planlanan Santralin 2015 başından itibaren üretime başlayacağı ve yıllık %35'lik kapasite faktörü ile çalışacağı varsayılmıştır. Herhangi bir karbon geliri yazılmayan santral için değerlendirme santralin lisans dönemini (49 yıl) kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır. Değerleme çalışmamız 25. yılda MW başı 450 bin euro yenile yatırımı yazarken %12,8 AOSM ile nakit akımları 2013 başına indirgenmiştir.

Voytron Nakit Akımı

İNA-Voytron

TL	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2030
Elektrik Satışı (Mwh)	660.000	1.750.000	783.135	783.135	783.135	783.135	783.135	783.135	783.135	783.135
Elektrik Satış Fiyatı (TL/MWh)	173,6	180,4	191,5	204,2	216,9	229,0	242,6	257,5	275,8	
Değişim		3,9%	6,2%	6,6%	6,2%	5,6%	5,9%	6,1%	7,1%	
Toplam Net Satışlar	114.593.846	315.630.000	150.000.000	159.936.913	169.884.110	179.356.170	189.993.970	201.627.953	215.991.516	
Değişim		175,43%	-52,48%	6,62%	6,22%	5,58%	5,93%	6,12%	7,12%	
Elektrik Alım Fiyatı (TL/Mwh)	162	172,2	183,9	196,1	208,3	219,9	232,9	247,2	264,8	
Değişim		6,2%	6,8%	6,6%	6,2%	5,6%	5,9%	6,1%	7,1%	
Elektrik Alım Maliyeti	107.000.443	301.280.000	144.000.000	153.539.436	163.088.746	172.181.923	182.394.211	193.562.835	207.351.855	
Brüt Kar	7.593.403	14.350.000	6.000.000	6.397.477	6.795.364	7.174.247	7.599.759	8.065.118	8.639.661	
Brüt Marj	6,6%	4,5%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	
Faaliyet Giderleri	-2.650.897	-2.350.000	-1.500.000	-1.599.369	-1.698.841	-1.793.562	-1.899.940	-2.016.280	-2.159.915	
Faaliyet Karı	4.942.506	12.000.000	4.500.000	4.798.107	5.096.523	5.380.685	5.699.819	6.048.839	6.479.745	
FAVÖK	4.942.506	12.000.000	4.500.000	4.798.107	5.096.523	5.380.685	5.699.819	6.048.839	6.479.745	
FAVÖK Marjı	4,3%	3,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Yatırımlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Vergi	988.501	2.400.000	900.000	959.621	1.019.305	1.076.137	1.139.964	1.209.768	1.295.949	
İşletme Sermayesi	4.720.590	13.002.093	6.179.115	6.588.457	6.998.222	7.388.415	7.826.630	8.305.881	8.897.575	
İşletme Sermayesi Değişim	4.720.590	8.281.503	-6.822.978	409.342	409.766	390.193	438.215	479.251	591.694	
İşletme Sermayesi/Net Satışlar	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	
Serbest Nakit Akımı		1.318.497	10.422.978	3.429.144	3.667.453	3.914.355	4.121.641	4.359.819	4.592.102	
Değişim			-690,52%	-67,10%	-2,22%	-5,30%	-5,78%	-5,32%		
İndirgenmiş Nakit Akımı		1.169.312	8.197.736	2.391.877	2.268.657	2.147.413	2.005.287	1.881.161	1.757.195	12.755.325
Firma Değeri	34.573.962									
ODAŞ Payı	34.573.962									
2021-2030 Değer Payı	36,9%									
AOSM	12,8%									

Varsayımlar...

- Şirket, 2013 yılında yaptığı sözleşmelerle satışlarını garanti altına almıştır. Sözleşmelerin 2013 sonrasında da sürme fırsatı bulunmasına rağmen 2013 sonrasında muhafazakar bir yaklaşımla şirketin 783.135 Mwh elektrik satacağı ve gelirlerindeki artışın elektrik fiyatındaki artıştan kaynaklanacağı varsayılmıştır. Şirketin 2013 satış fiyatı sözleşme ile sabitlenirken sonraki yıllarda satış fiyatlarının beklenen DUY fiyat artışı kadar artacağı öngörülmüştür. 2013 yılı için elektrik alımı şirket yöneticilerin tahminleri doğrultusunda gerçekleşirken sonraki yıllarda satışlar ve alımların kontrata dayalı %3 FAVÖK marjı ile gerçekleşeceği öngörülmüştür. Değerleme toptan lisans dönemini (20 yıl) kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır. Değerleme çalışmamız herhangi bir yatırım öngörmezken %12,8 AOSM ile nakit akımları 2013 başına indirgenmiştir.



Konsolide Nakit Akımı

Konsolide Nakit Akım Projeksiyonları

TL	2012	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2062
Net Satışlar										
Odaş Urfa Doğalgaz	86.654.093	163.212.440	170.603.605	175.408.804	184.938.133	193.792.458	203.742.982	214.580.842	228.112.432	
Voytron	114.593.846	315.630.000	150.000.000	159.936.913	169.884.110	179.356.170	189.993.970	201.627.953	215.991.516	
Hidroelektrik Santraller	0	0	2.044.073	10.209.934	10.844.936	11.449.606	12.128.694	12.871.375	13.788.306	
Karbon Geliri	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
Konsolide Gelir	201.247.939	478.842.440	322.647.678	345.555.650	365.667.178	384.598.234	405.865.646	429.080.170	457.892.253	
Değişim		137,94%	-32,62%	7,10%	5,82%	5,18%	5,53%	5,72%	6,71%	
Konsolide FAVÖK	32.091.200	52.364.191	53.155.726	56.684.177	58.457.907	60.122.764	59.846.539	61.488.708	62.702.277	
Odaş Urfa Doğalgaz	27.148.694	40.364.191	47.361.653	43.488.636	44.419.573	45.290.754	44.116.222	44.771.599	44.725.455	
Voytron	4.942.506	12.000.000	4.500.000	4.798.107	5.096.523	5.380.685	5.699.819	6.048.839	6.479.745	
Hidroelektrik Santraller	0	0	1.294.073	8.397.434	8.941.811	9.451.325	10.030.498	10.668.270	11.497.077	
Konsolide FAVÖK Marjı	15,9%	10,9%	16,5%	16,4%	16,0%	15,6%	14,7%	14,3%	13,7%	
Odaş Urfa Doğalgaz	31,3%	24,7%	27,8%	24,8%	24,0%	23,4%	21,7%	20,9%	19,6%	
Voytron	4,3%	3,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	
Hidroelektrik Santraller	a.d.	a.d.	63,3%	82,2%	82,5%	82,5%	82,7%	82,9%	83,4%	
TBAŞ Mahsuplaşma Alacak Tahsilatı				650.100						
Yatırımlar	67.297.718	62.605.000	12.375.000	0	0	0	0	0	0	
İşletme Sermayesi	-1.457.320	1.366.038	-5.947.092	-5.733.346	-5.991.533	-6.221.716	-6.480.689	-6.760.743	-7.117.265	
İşletme Sermayesi Değişimi		2.823.358	-7.313.130	213.746	-258.187	-230.183	-258.974	-280.054	-356.521	
Serbest Nakit Akımı		-23.019.558	40.601.657	49.090.299	50.321.008	49.329.057	48.742.839	50.077.654	51.124.977	
Değişim			a.d.	20,9%	2,5%	-2,0%	-1,2%	2,7%	2,1%	
İndirgenmiş Nakit Akımı		-20.414.937	31.933.453	34.241.190	31.128.168	27.061.888	23.714.674	21.607.343	19.563.276	147.873.222
Firma Değeri	316.708.345									
Net Borç	110.797.548									
2021-2062 Arası Değer Payı	46,7%									
Azınlık Payı	1.095.228									
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	204.815.569									
AOSM	12,8%									

AOSM

TL	
Risksiz Getiri	8,00%
Piyasa Risk Primi	6,00%
Beta	1,000
Özsermaye Maliyeti	14,00%
Borç Risk Primi	5,00%
Borçlanma Maliyeti	13,00%
Vergi	20,00%
Özsermaye Oranı	65,51%
AOSM	12,76%

Net Borç

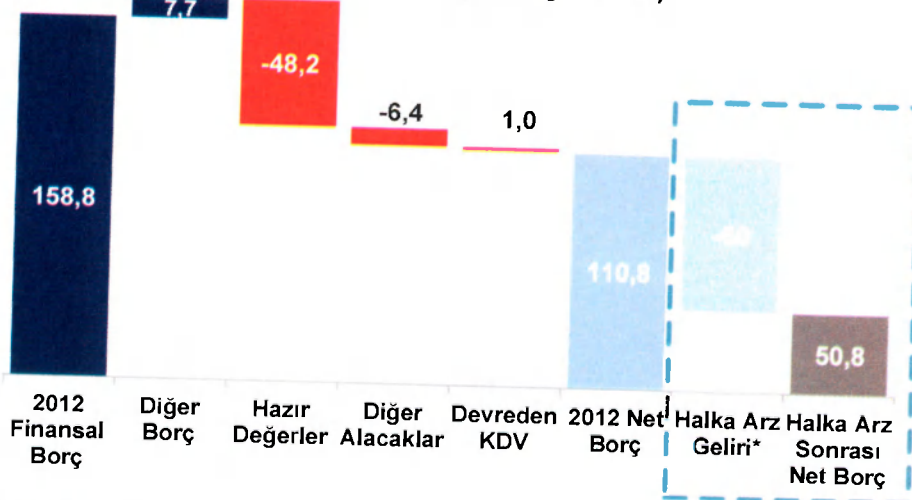
31.12.2012

TL	
Hazır Değerler	48.207.313
Diğer Alacaklar	6.415.093
Devrden KDV	1.026.237
Banka Kredileri	158.762.251
Diğer Borçlar	7.683.940
Net Borç	110.797.548



İNA Modeli 204,8 Milyon TL Piyasa Değeri Hesaplamaktadır...

- Hisse yatırımı uzun vadeli bir yatırım olarak değerlendirildiği için risksiz getiri oranı olarak 2022 vadeli TL borçlanma tahvilinin 150 günlük ortalama getirisi kullanılırken sermaye piyasası risk primi olarak %6 alınmıştır. Hisse getirisinin piyasaya göre yönü ve şiddetini ölçen kaldıraçlı beta oranı 1x olarak belirlenmiştir. Şirketin uzun vadeli borcuna aynı vadedeki devlet tahviline göre bankalar tarafından uygulanan şirket risk primi, modelimizde kullandığımız risksiz getiri oranına eklenmiş ve şirket için uzun vadeli borçlanma maliyeti belirlenmiştir. **Şirket için belirlenen kriterler sonrası %12,76'lık AOSM hesaplanırken tahmin edilen nakit akışlarında dikkate alınmayan ve süreklilik arz etmedikleri varsayımıyla işletme sermayesi içinde değerlendirilmeyen bilanço kalemleri net borç hesaplamasında kullanılmıştır.** Net borç hesaplamasında finansman amaçlı olan, belirli bir vade ve faiz oranı ile senede bağlanmış olan diğer alacaklar nakit olarak değerlendirilirken diğer borçlar finansal borç olarak düşünülmüştür. Şirketin 2012 sonu itibarıyla **110,8 milyon TL net borç** seviyesinde yer aldığı ve **net borç/FAVÖK2013T** oranı para girişi dikkate alınmadığında **2,1x** seviyesinde yer aldığı ve borçluluk oranının düşük seviyelerde seyrettiği görülmektedir. Mevcut net borcun 2013 FAVÖK'ü için gerçekleştirilmesi nedeniyle net borç/FAVÖK oranı için 2013 yılı beklenti FAVÖK rakamı kullanılmıştır.
- 2012 yılında Grup, **52 milyon TL FAVÖK** üretirken mevcut kapasitenin daha verimli kullanılacağı ve Voytron'un yeni anlaşmalarının tüm yıl devrede olacağı 2013 yılında konsolide FAVÖK **52,4 milyon TL** olarak beklenmektedir. 2012 yılını **258 milyon TL** ile kapatan grubun net satışlarının 2013 yılında gelir ve giderlere yansıtılan hesaplar dahil edilmeden **478,8 milyon TL**'ye ulaşacağı öngörülmektedir. **Sonraki 3 yıl içerisinde kademeli olarak Urfa'daki doğalgaz santralinin bölgesel satışlarından kaynaklanan priminin yok olacağı varsayılmıştır.** 2014 ve 2015 yıllarında ise yatırım süreci devam eden HES ve ilave doğalgaz santrallerinin devreye girmesi ile 2015 yılında grubun **215 MW** kurulu güce ulaşacağı beklenirken 63 MW'lık kapasiteye sahip Ağrı Doğalgaz lisansı için değerlemede herhangi bir nakit akımı öngörülmemiştir. Projeksiyon dönemi boyunca Urfa doğalgaz için kapasite faktörünün **%55** olacağı varsayılırken HES'ler için **%35** kapasite faktörü öngörülmüştür. Tüm santrallerde **%1,8** iletim kaybının yaşanacağı varsayılırken nehir tipi olan HES'lerde elektrik satış fiyatının ortalama DUY fiyatının **%10** altında gerçekleşeceği tahmin edilmiştir. Değerleme modelimiz Yel Enerji ve Ağrı Doğalgaz yatırımını dikkate almamış ve 2013 ve 2014 yılları için sırasıyla **62,6 ve 12,4 milyon TL** yatırım planlaması öngörülmüştür. Urfa doğalgaz için 10 yılda bir **7,5 milyon euro**; HES'ler için ise 25. yılda MW başı **450 bin euro** yenileme yatırımı yazılmıştır.
- Konsolide edilen şirketler için yaklaşık 1 milyon TL azınlık payı yazılırken 2013 yılında **2,5 milyon TL halka arz giderleri** tek seferlik olarak nakit akımlarından düşülmüştür. 2013 yılında yaptığı sözleşmeler ile gelirleri büyük ölçüde belli olan Voytron için **12 milyon TL FAVÖK** üreteceği varsayılırken sonraki yıllarda alım ve satışlarının kontrata bağlanacağı ve yıllık **%3 FAVÖK marjı** ile çalışacağı kar marjı düşük ama nakit akımları daha belirgin bir yapının oluşturulacağı öngörülmüştür.
- Tüm lisansların süreleri dikkate alınarak projelerin süresi boyunca elde edilecek nakit akımlarına göre değerlendirme çalışması yapılmıştır. **2020 yılı normalize yıl olarak seçilmiş ve tüm projeler için bu tarihten itibaren sürdürülebilir normalize ciro büyümesi, yatırım politikası ve işletme sermayesi yatırımı öngörülmüştür.** Şirketin değerine eklenebilecek herhangi bir yatırım amaçlı gayrimenkulü bulunmazken tüm varsayımlar sonrası İNA metodu ile şirket için **204,8 milyon TL piyasa değeri** belirlenmiştir.
- Çarpan analizinde **5 Nisan 2013** tarihi itibarıyla yurtiçi ve yurtdışı borsalarda işlem gören benzer şirketlerin çarpanları kullanılmıştır.

2012 Net Borç (Milyon TL)

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

BMD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Çarpan Analizi

Çarpan Analizi

Uluslararası Şirketler	Ülke	Piyasa Değeri mn\$	Firma Değeri mn\$	FD/FAVÖK		F/K	
				2012	2013T	2012	2013T
Energy Developments Ltd	Australia	566	1.021	9,17	4,15	20,26	10,65
Verbund Ag	Austria	7.759	14.049	8,80	9,55	15,29	16,52
Northland Power Inc	Canada	1.596	3.092	17,27	12,31	N.A.	44,97
Capital Power Corp	Canada	1.448	3.839	8,86	7,93	14,57	16,24
Algonquin Power & Utilities	Canada	1.486	2.783	28,42	13,17	52,86	25,23
Innervex Renewable Energy	Canada	912	2.274	18,18	14,29	N.A.	98,80
Shenzhen Energy Group Co L-A	China	2.595	4.090	N.A.	7,11	16,47	15,75
Guangdong Electric Power-B	China	2.653	7.198	N.A.	14,85	19,50	10,91
Huaneng Renewables Corp-H	China	2.213	6.720	7,72	8,61	24,54	14,02
Huadian Fuxin Energy Corp -H	China	1.826	7.536	7,45	8,21	9,74	8,26
Beijing Jingneng Clean Ene-H	China	1.862	4.447	8,60	9,46	12,68	9,88
Chongqing Jiulong Electric-A	China	1.191	1.205	N.A.	11,87	43,89	33,66
China Datang Corp Renewabl-H	China	1.314	7.464	11,66	9,35	72,64	14,19
An Hui Wenergy Co Ltd -A	China	1.158	2.829	N.A.	10,12	18,54	13,29
Cez As	Czech Republic	15.566	24.327	5,30	5,82	7,42	7,62
Sechilienne-Sidec	France	496	1.316	7,88	8,14	11,34	11,24
China Power International	Hong Kong	1.777	9.460	10,58	8,71	8,66	7,23
Neyveli Lignite Corporation	India	2.080	2.513	7,90	7,65	8,07	9,01
Jsw Energy Ltd	India	1.678	3.608	13,60	6,62	53,43	9,81
Jaiprakash Power Ventures Lt	India	1.351	4.087	15,06	10,65	15,95	17,19
Indiabulls Power Ltd	India	428	N.A.	N.A.	71,98	N.A.	78,53
Ksk Power Ventur Plc	Isle of Man	946	3.492	N.A.	15,38	21,18	26,99
Hub Power Company	Pakistan	616	1.285	6,48	6,94	5,87	6,97
Enersur Sa-Common	Peru	2.194	2.762	N.A.	9,91	20,27	23,56
First Gen Corporation	Philippines	1.982	2.603	9,87	9,85	13,24	10,57
Enel Ogc-5 Ojsc	Russia	1.587	2.404	5,56	4,58	9,01	6,49
Electricity Generating Pcl	Thailand	2.719	3.830	23,17	15,94	7,24	11,56
Apr Energy Plc	United Kingdom	1.009	1.143	7,45	7,71	N.A.	16,22
Atlantic Power Corp	United States	574	3.041	14,93	11,75	N.A.	N.A.
Ormat Technologies Inc	United States	964	1.841	9,52	9,29	N.A.	37,38
Dynegy Inc	United States	2.413	3.413	N.A.	12,74	N.A.	N.A.
Ortalama		2.160	4.656	11,5	11,8	20,9	21,1
Medyan		1.587	3.252	9,2	9,5	15,6	14,0

Çarpan Analizi

Yurtiçi Şirketler	Cari Çarpanlar			
	F/K	FD/FAVÖK	FD/Satış	PD/DD
AKENR	15,9	17,7	3,2	1,3
AKSEN	12,7	13,5	2,4	2,6
AYEN	15,9	13,4	4,5	1,4
ZOREN	1,4	42,2	6,3	1,4
Ortalama*	14,8	14,8	3,3	1,8
Medyan*	15,9	13,5	3,2	1,4

*Zorlu Enerji Dahil Edilmemiştir.

Kaynak: FOREKS & Bloomberg



Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Halka Arz Değeri

Değerleme

Metodoloji	Ağırlık	Piyasa Değeri (TL)
İNA	50,0%	204.815.569
9,2x FD/FAVÖK12 (Yurtdışı)	25,0%	184.441.492
15,6x F/K12 (Yurtdışı)	12,5%	228.309.354
9,5x FD/FAVÖK13T (Yurtdışı)	0,0%	386.662.267
14,0x 13T F/K (Yurtdışı)	0,0%	349.672.319
13,5x Cari FD/FAVÖK (Yurtiçi)	0,0%	322.433.652
15,9x Cari F/K (Yurtiçi)	12,5%	232.699.919
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri		206.144.317
Halka Arz İskontosu		27,2%
İskontolu Piyasa Değeri		150.000.000
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye		30.000.000
Halka Arz Birim Hisse Fiyatı		5,00

Değerleme

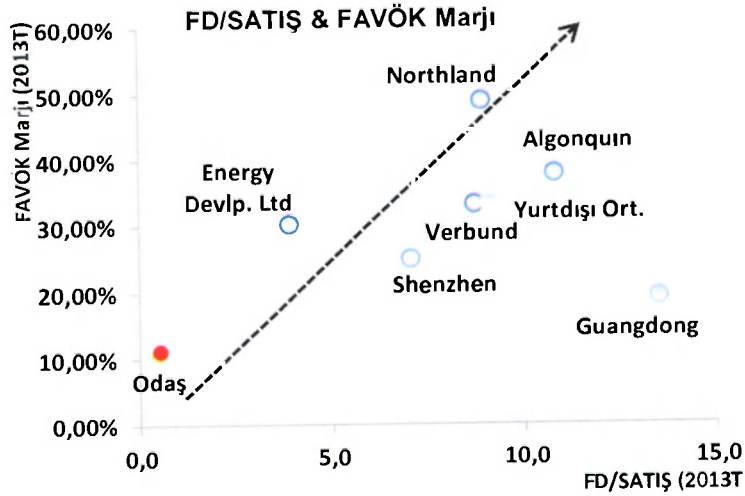
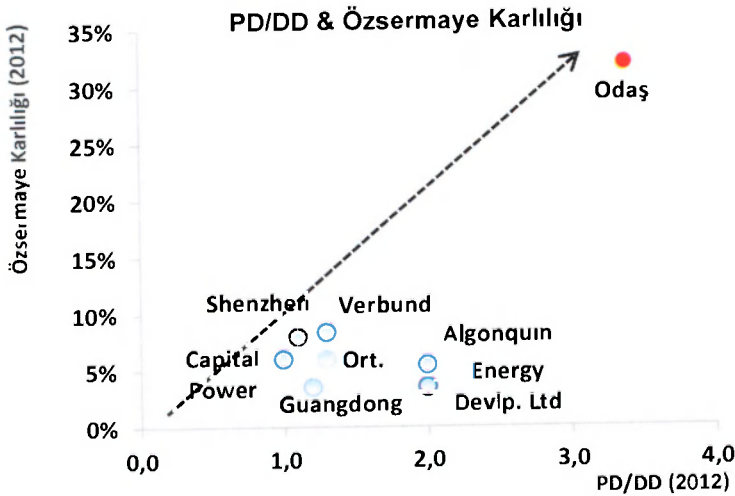
Odaş'ın enerji sektöründe faaliyet göstermesi sebebiyle lisans süreleri boyunca elde edilen nakte göre değer belirlemenin daha doğru olduğu düşünülmüş ve değerlememizde İNA çalışmasına %50 oranında ağırlık verilmiştir. Çarpan analizinde ise uluslararası şirketlerin 2012 yılı için gerçekleşen net kar ile FAVÖK rakamlarına göre fiyatlanan F/K, FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Yurtiçi enerji şirketlerinin cari F/K çarpanlarından bulunan değere de %12,5 oranında ağırlık verilirken şirketin aktifinde yer alan lisansların piyasa bedelleri çarpan metodunda bulunan değere eklenmemiştir. Değerlememiz 140 MW'lık Urfa doğalgaz santrali, Voytron ve 19,2 MW'lık HES'leri içeren yatırım planlamasında olmasına rağmen 63 MW'lık Ağrı Doğalgaz ve 350 MW'lık Yel Enerji Kömür santrali lisans değerlemelerini içermemektedir. Tüm yöntemler sonucunda Odaş'ın piyasa değeri 206,1 milyon TL olarak tespit edilmiştir. %27'lik halka arz iskontosu sonucu şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 150 milyon TL olarak belirlenmiştir. Şirket için belirlenen halka arz değeri, PD/DD çarpanı haricinde diğer tüm sektör çarpanlarında sektör ortalamasının altında yer almaktadır. Santralin 2012 yılında devreye girmesi nedeniyle Şirketin özkaynaklarında karın yeni birikmeye başlaması ve özkaynak karlılığının sektörün üzerinde olması Şirketin özkaynak çarpanının sektör ortalamasının üzerinde olmasının en önemli sebepleridir.

Konsolide Gelir Tablosu (Mn TL)	2012	2013T
Net Satışlar	201,2	478,8
Faaliyet Karı	29,4	49,0
Faaliyet Marjı	14,6%	10,2%
FAVÖK	32,1	52,4
FAVÖK Marjı	15,9%	10,9%
Net Kar	14,6	25,0
Net Marj	7,3%	5,2%
Yatırımlar	67,3	62,6
Yatırımlar/Ciro	33,4%	13,1%

Gelir ve giderlere yansıtılan tutarlardan arındırılmış gelir tablosu

Varsayımlar	2012	2013T	2014T	2015T
Ort. Kurulu Güç	88,2	135,0	144,1	159,2
Yatırımlar (Mn TL)	67,3	62,6	12,4	0,0
ODAŞ DUY Primi (TL/kwh)	75,6%	44,0%	40,0%	35,0%
Doğalgaz Fiyatı (TL/m3)	0,69	0,75	0,76	0,81

Parametreler	2011	2012	2013T
F/K (x)	a.d.	10,2	8,4
FD/FAVÖK (x)	a.d.	8,1	5,0
PD/DD (x)	a.d.	3,4	1,6
FD/Satışlar (x)	a.d.	1,3	0,5



Kavnak: ODAŞ & BMD Tahmin & Bloomberg

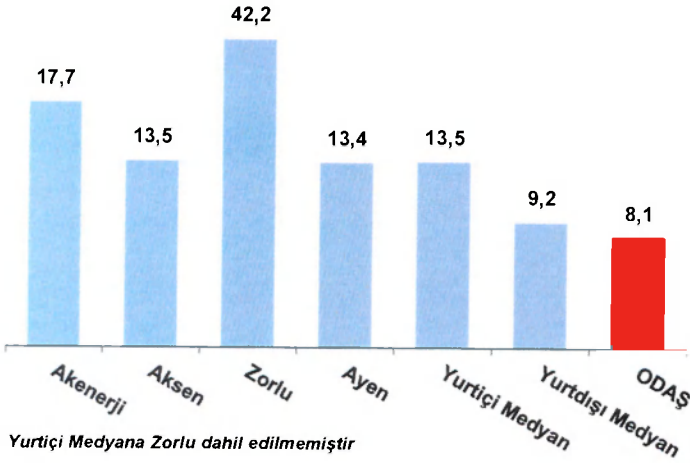


ODAŞ ENERJİ

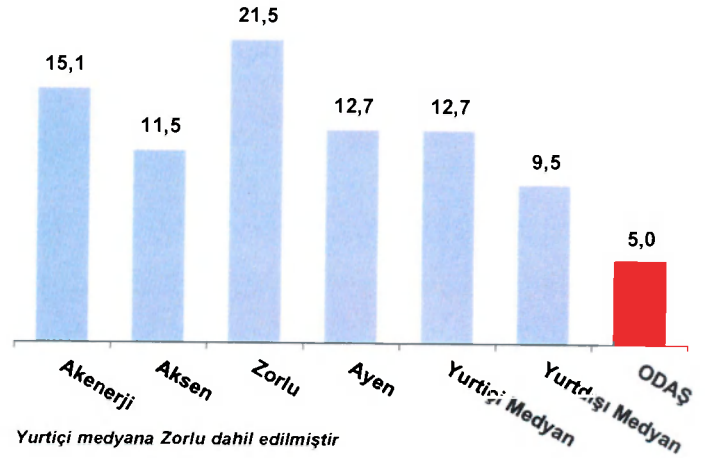
Bizim Menkul Değerler A.Ş.



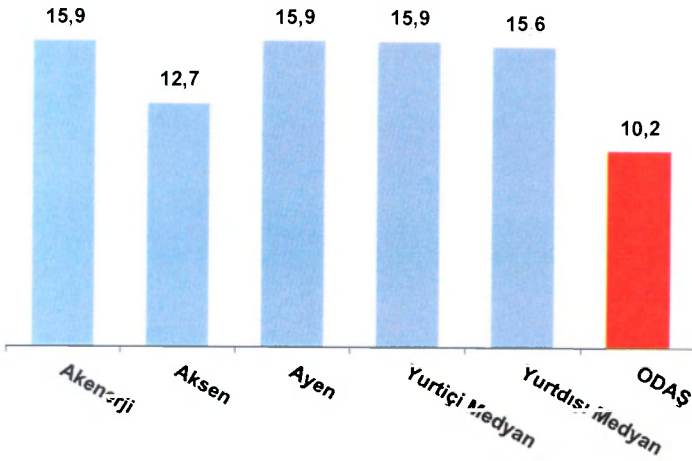
FD/FAVÖK 2012



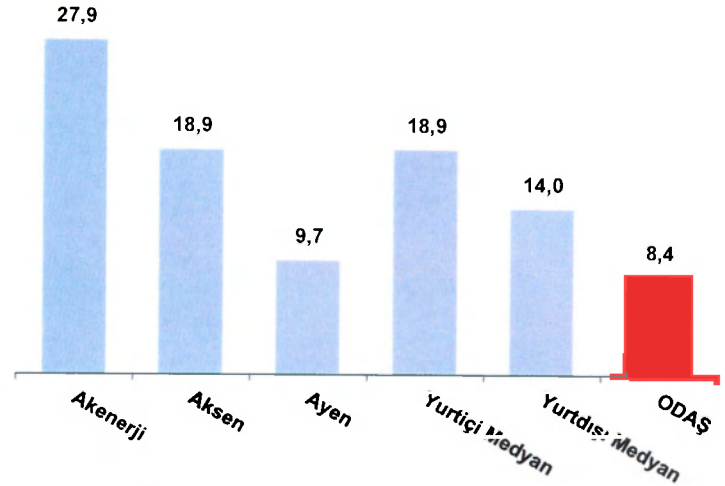
FD/FAVÖK 2013T



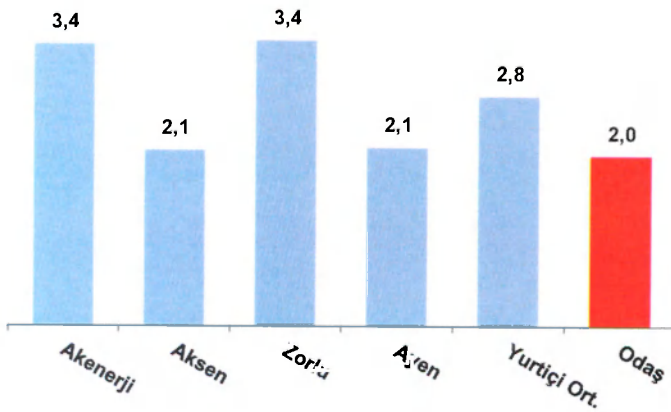
F/K 2012



F/K 2013T



FD/Kurulu Güç 2012 (Mn-TL)



2012 F/K çarpanı gösteriminde halka arz öncesi piyasa değeri olan 150 milyon TL ve 2012 net karı 14,6 milyon TL kullanılmıştır. Bedelli Sermaye artırımını nedeniyle 2012 karına etkisi olmayan 60 milyon TL halka arz geliriyle şirketin piyasa değeri 210 milyon TL'ye yükselecektir. Bu durum 2012 F/K çarpanı kıyaslamasında Odaş açısından adaletsiz bir durum oluşturmaktadır, çünkü halka açık şirketlerin sermaye artırımının etkileri 2012 net karında görülmektedir. Bir başka ifadeyle Odaş'ın halka arzı 2012 yılında gerçekleşmiş olsaydı 60 milyon TL daha az finansal borç kullanılacak ve daha az faiz gideri tahakkuk edecekti.

Halka arz sonrası piyasa değeri 210 milyon TL ve 2012 net karı 14,6 milyon TL kullanılması durumunda oluşan 2012 F/K çarpanı ise 14,4x seviyesinde yer alırken yurtiçi ve yurtdışı medyan çarpanlara göre iskontolu bulunmaktadır.

2013T F/K çarpanı gösteriminde ise halka arz sonrası ulaşılabilecek 210 milyon TL piyasa değeri ve 2013 yılında elde edilecek tahmini net kar 25 milyon TL kullanılmıştır. Bu gösterimin tüm şirketleri kıyaslamada daha adil bir noktaya getirdiğini düşünüyoruz.

Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin & Bloomberg & FOREKS



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Ağrı Doğalgaz Santrali Nakit Akımı

İNA-Ağrı Doğalgaz

TL	2013T	2014T	2015T	2016T	2017T	2018T	2019T	2020T	2021-2061
Kurulu Güç (MW)		55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	55,0	
Üretim (Mwh)		265.172	265.172	265.172	265.172	265.172	265.172	265.172	
Değişim			0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
KKO (Net-%)		55%	55%	55%	55%	55%	55%	55%	
Şirket Elektrik Satış Fiyatı (TL/Mwh)		216,8	231,2	245,5	259,2	274,6	291,4	312,2	
Toplam Net Satışlar		57.487.501	61.295.823	65.108.086	68.738.253	72.815.190	77.273.914	82.778.750	
Değişim			6,62%	6,22%	5,58%	5,93%	6,12%	7,12%	
Operasyonel Giderleri		-2.471.918	-2.603.514	-2.720.690	-3.033.724	-3.162.911	-3.298.556	-3.690.984	
Değişim			5,3%	4,5%	11,5%	4,3%	4,3%	11,9%	
Doğalgaz Maliyeti		-47.791.677	-51.238.737	-54.642.237	-57.776.649	-61.379.947	-65.374.043	-69.296.486	
Amortisman		1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	1.300.000	
Faaliyet Karı		5.923.906	6.153.572	6.445.159	6.627.880	6.972.333	7.301.315	8.491.280	
FAVÖK		7.223.906	7.453.572	7.745.159	7.927.880	8.272.333	8.601.315	9.791.280	
FAVÖK Marjı		12,6%	12,2%	11,9%	11,5%	11,4%	11,1%	11,8%	
Yatırımlar		52.000.000							
Vergi		1.184.781	1.230.714	1.289.032	1.325.576	1.394.467	1.460.263	1.698.256	
İşletme Sermayesi		574.875	612.958	651.081	687.383	728.152	772.739	827.787	
İşletme Sermayesi Değişimi		574.875	38.083	38.123	36.302	40.769	44.587	55.048	
İşletme Sermayesi/Net Satışlar		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
Serbest Nakit Akımı		-52.000.000	5.464.250	6.184.774	6.418.005	6.566.002	6.837.097	7.096.465	8.037.976
Değişim			-110,51%	13,19%	3,77%	2,31%	4,13%	3,79%	13,27%
İndirgenmiş Nakit Akımı		-46.116.294	4.297.666	4.313.969	3.970.126	3.602.105	3.326.428	3.061.959	24.969.557
Firma Değeri		4.501.294							
ODAŞ Payı		3.150.906							
2021-2061 Arası Değer		24.969.557							
AOSM		12,8%							
Kurulu Güç (MW)		55,0							
MW Başlı Firma Değeri (USD)		45.468							
MW Başlı Firma Değeri (TL)		81.842							

Varsayımlar...

- Değerleme çalışmamıza dahil edilmemesine rağmen aktiflerde lisans olarak bulunması nedeniyle bilgi amaçlı Ağrı Doğalgaz için yapılan değerleme raporumuza eklenmiştir. Şirket, dengeleme birimi olması nedeniyle elektrik satış fiyatının piyasa ortalama DUY fiyatlarına %20 primli olacağı öngörüldürken DUY fiyatları ve faaliyet giderlerinin 2020 sonrası %2 artacağı varsayılmıştır. 2013 yılında 52 milyon TL başlangıç yatırımı planlanan santralin 2014 başından itibaren üretime başlayacağı ve yıllık %55'lik kapasite faktörü ile çalışacağı varsayılmıştır. Değerleme santralin lisans dönemini (49 yıl) kapsamakta olup uç değer hesabı yapılmamıştır. Değerleme çalışmamız 2023 yılında 3 milyon euro yenile yatırımı yazarken %12,8 AOSM ile nakit akımları 2013 başına indirgenmiştir.



Finansal Analiz

2013 Yılında Yüksek Ciro ve FAVÖK Büyüme Beklentisi...

- 2011 Kasım ayında üretime başlayan Odaş doğalgaz santrali 2012 yılında 322.990 Mwh elektrik üretimi gerçekleştirmiştir. 2012 yılında Ocak-Şubat döneminde doğalgaz tedarikinde santralin liane halkı boru hattını kullanması düşük kapasite ile çalışmasına sebep olurken Haziran ayında yatırımın entegrasyonu nedeniyle santral çalışmamıştır. Tüm bu faktörler sonucunda geçtiğimiz yıl doğalgaz santrali %41,7 kapasite faktörü ile çalışırken ortalama kurulu güç 88,2 MW olarak gerçekleşmiştir. 268 TL/Mwh elektrik satış fiyatı ile DUY fiyatlarına %75 primle çalışan santral gider yansıtımları dahil edilmediğinde net 86,6 milyon TL elektrik satış geliri elde etmiştir. En büyük maliyeti doğalgaz olan santral, geçtiğimiz yıl %31,3 marj ile 27,1 milyon TL FAVÖK üretmiştir. Bir çok doğalgaz santrali %10-15 FAVÖK marjı ile çalışırken Odaş doğalgaz santralinin yüksek marjı yeni teknoloji ile kurulması sonucu optimizasyon ile sağlanan yüksek primden kaynaklanmaktadır. 2013 yılında DUY'a olan primin gerileyerek %44 olarak gerçekleşeceğini beklerken 2015 yılında primin %35 olacağı öngörülmüştür. 2024 sonrası ise ortalama bir doğalgaz santrali primi ile santralin çalışacağı varsayılmıştır. Buna ek olarak Mayıs-Eylül arasındaki bölgesel satışlar da marjı desteklemektedir. 2013 yılında ise kapasite artışı ve tüm yıl kapasitenin devrede olması ve normalize kapasite faktörüne ulaşılması ile santralin 666.254 Mwh elektrik üretmesi ve 163,2 milyon TL gelire ulaşması öngörülmektedir. 2012 yılında Aksa Doğalgaz'dan gaz tedariki yapan şirket 2013 yılında doğalgazın %60'ını Doğal Enerji A.Ş.'den BOTAS fiyatlarına göre bir miktar iskontolu satın almak için sözleşme imzalamıştır. Kalan %40'lık doğalgaz tedariki ise yine Aksa Doğalgaz'dan temin edilecektir. 2013 Haziran'ında kurulu güç 140 MW'a ulaşacak; santral 140 MW'lık elektrik üretimi gerçekleştiren 128 MW'lık doğalgaz tüketimi yapılacaktır. Zira buhar türbini yatırımı mevcut kurulu gücün ürettiği ısıdan elektrik üretecektir. Bu durum 2013 yılında FAVÖK marjına olumlu etki edecektir. Ancak buhar türbininin sağlayacağı marj artışının asıl etkisi 2014 yılında görülecektir. Sonuç olarak 2013 yılında Odaş'ın doğalgaz santralinden 40,4 milyon TL FAVÖK üreterek önceki seneye göre %49'luk artışa ulaşacağı öngörülmektedir.
- 2012 yılının ilk 9 ayında önemli bir faaliyeti bulunmayan Voytron geçtiğimiz yılın son çeyreğinde yaptığı anlaşmalarla 2012 sonunda 660.000 Mwh elektrik satışı ile giderlerin yansıtılmadığı durumda net 114,6 milyon TL gelire ulaşmıştır. Şirketin 2012 yılında 4,9 milyon TL FAVÖK ve 4,3 milyon TL net kara ulaştığı görülmektedir. 2013 yılı için şirket 1.750.000 Mwh elektrik satış sözleşmesi imzalamış ve 180,4 TL/Mwh'dan 315 milyon TL net satışlarını sözleşme ile garanti altına almıştır. Bu anlamda şirket cari yılda gelirlerini %175 oranında artıracaktır. Şirket elektrik alımlarının önemli bir kısmını ikili satışlarla gerçekleştirirken piyasa şartlarına göre ithalat ya da DUY piyasasından da elektrik alabilmektedir. DUY piyasasından alınan elektrik özellikle DUY fiyatlarının çok düştüğü dönemlerde önemli bir karlılık sağlarken sistem gereği işletme sermayesi ihtiyacı doğurmaktadır. Voytron'un sözleşmelerinin tüm yıl devrede olacağı 2013 yılında 12 milyon TL FAVÖK ve 8,7 milyon TL net kar üreteceğini varsaymaktayız.

Gelir Tablosu	Konsolide			Voytron			Odaş		
Milyon TL	2012	2013T	Değişim	2012	2013T	Değişim	2012	2013T	Değişim
Net Elektrik Satış Ciro	201,2	478,8	137,9%	114,6	315,6	175,4%	86,7	163,2	88,3%
Yansıtılan Giderler	62,3	154,6	148,2%	42,8	117,9	175,4%	19,5	36,7	88,3%
Eliminasyon	-5,3	0,0		-	-		-	-	
UFRS Ciro	258,2	633,4	140,4%	157,4	433,5	175,4%	106,1	199,9	88,3%
Doğalgaz Maliyeti	54,6	115,3	111,0%	0,0	0,0		54,6	115,3	111,0%
Elektrik Alım Maliyeti	107,0	301,3	181,6%	107,0	301,3	181,6%	-	-	
Eliminasyon	-5,3	0,0		-	-		-	-	
Faaliyet Giderleri	7,5	9,9	31,8%	2,7	2,4	-11,4%	4,9	7,6	55,3%
Amortisman	2,6	3,4		0,0	0,0		2,6	3,4	27,8%
Yansıtılan Giderler	62,3	154,6	148,2%	42,8	117,9	175,4%	19,5	36,7	88,3%
Toplam Giderler	228,8	584,4	155,4%	152,4	421,5	176,5%	81,6	162,9	99,6%
Faaliyet Karı	29,4	49,0	66,4%	4,9	12,0	142,8%	24,5	37,0	50,9%
FAVÖK	32,1	52,4	63,2%	4,9	12,0	142,8%	27,1	40,4	48,7%
FAVÖK Marjı	12,2%	8,3%		3,1%	2,8%		25,6%	20,2%	
Finansman Gideri(Net)	7,7	17,8	131,0%	-0,4	1,1		8,0	16,7	
Vergi Öncesi Kar	21,6	31,2	44,2%	5,4	10,9	101,8%	16,5	20,3	22,9%
Vergi Gideri	7,0	6,2	-11,4%	-1,1	2,2		5,9	4,1	
Net Kar	14,6	25,0	71,1%	4,3	8,7	102,8%	10,6	16,3	53,6%

2013 konsolide net kar tahmininde halka arz giderleri tek seferlik varsayılp dikkate alınmamıştır

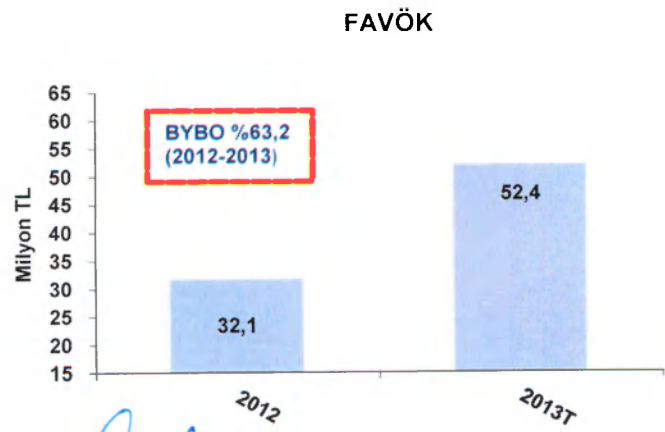
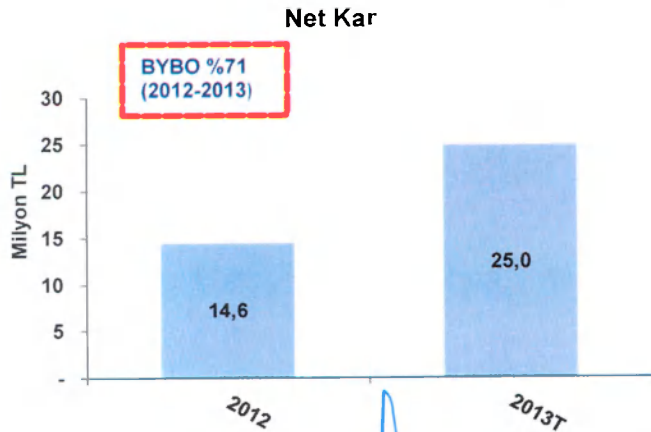
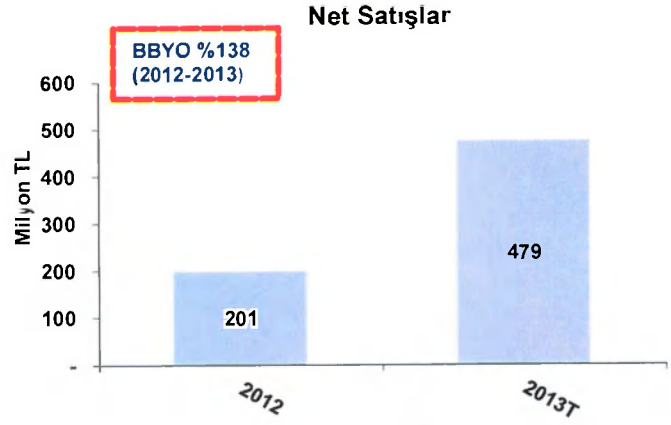
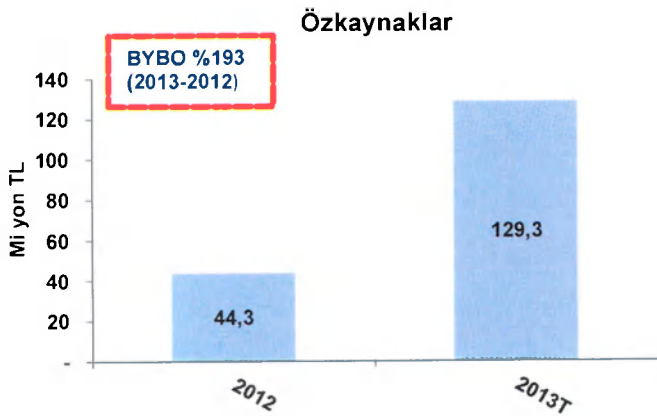
Kaynak: Bağımsız Denetim Güvence Raporu & BMD Tahmin

KONSOLİDE GELİR TABLOSU

Milyon TL	2011	2012	Değişim 2011/2012
Net Satışlar	7.956.515	258.233.227	3145,6%
SMM	-7.063.538	-225.694.883	3095,2%
Brüt Kar	892.977	32.538.344	3543,8%
Brüt Marj	11,2%	12,6%	
Genel Yönetim Gid.	-532.988	-1.812.485	
Paz. Sat. Dağ. Gid.	0	-1.283.051	
Faaliyet Karı	359.989	29.442.808	8078,8%
FAVÖK	734.261	32.091.200	4270,5%
FAVÖK Marjı	9,2%	12,4%	
Diğer Gelirler	387	107.174	
Diğer Gid.	-151.580	-213.572	
Finansal Gelirler	52.178	13.182.679	
Finansal Gid.	-1.501.326	-20.871.547	
Net Kar	-1.027.950	14.635.215	a d.

• 2012 yılında Grubun Voytron ve Odaş Doğalgaz Santralinin dahil edildiği giderlerin de yansıtıldığı bağımsız denetim konsolide cirosu **258,2 milyon TL** olarak gerçekleşmiştir. Geçtiğimiz yıl Grubun konsolide FAVÖK'ü önceki seneye göre önemli bir artış sergilemiş ve **32 milyon TL**'ye ulaşmıştır. Doğalgaz santralinde **%31,3 FAVÖK marjı** ile çalışılırken toptan elektrik satışındaki **FAVÖK marjı 2012 yılında %3,8** olarak meydana gelmiştir. Gelir ve giderlerin yansıtıldığı UFRS konsolide FAVÖK marjı ise **%12,4** olarak kaydedilmiştir. 2012 yılında elde edilen finansman geliri vadeli mevduattan sağlanan faiz gelirleri, adet gelirleri ve kur farkı gelirlerinden oluşurken finansman giderlerinin önemli bir kısmı yatırım kredisinden kaynaklanan faiz giderleri ve kur farkı giderleridir. Sonuç olarak Grup, 2012 yılında **14,6 milyon TL ana ortaklık net dönem karı** elde ederken net kar marjı **%5,6** olarak kaydedilmiştir. Aşağıdaki grafiklerde 2013 yılı için FAVÖK, net kar, özkaynak ve net satışların gelişimi görülmektedir. Yapılan tüm tahminler ve mevcut veriler gelirlere yansıtılan giderlerden arındırılmış verilerdir. **Buna göre 2013 yılında FAVÖK marjının gerilemesi marjı düşük toptan satışlardaki artıştan kaynaklanırken marjın sonraki yıllarda 2012 seviyesine tekrar dönmesi toptan satışların toplam ciro içindeki payının gerilemesi ve buhar türbini yatırımının marja olan olumlu etkisinin tüm yıla yayılması olarak gösterilebilir.** Ciro gelişiminde YEL Enerji ve Ağrı Doğalgazın etkisi görülmezken 19 MW'lık HES lisanslarının devreye gireceği varsayılmıştır. 2012 yılında **44,3 milyon TL** olan özkaynak rakamının halka arzla elde edilen para girişi ve 2013 net karı ile 2013 sonunda **129,3 milyon TL**'ye ulaşacağı varsayılmıştır.

Kaynak: Bağımsız Denetim Güvence Raporu



Kaynak: ODAŞ & BMD Tahmin

BMD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



ODAŞ ENERJİ

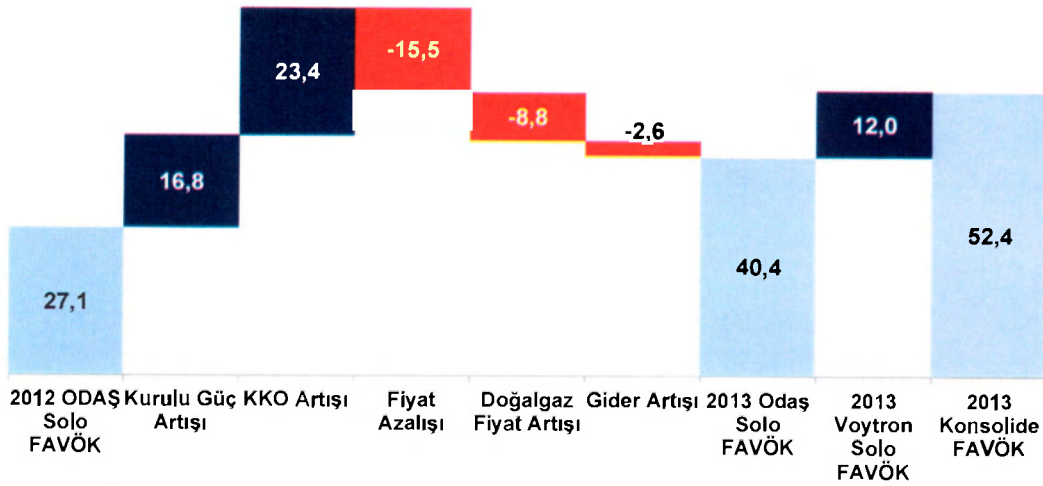


Bizim Menkul Değerler A.Ş.

FAVÖK Köprüsü...

- 2012 yılında konsolide olarak 32 milyon TL FAVÖK rakamının 4,9 milyon TL'sini Voytron üretmişken 27,1 milyon TL'sini Odaş Doğalgaz Santrali üretmiştir. Bu rakamlar baz alınarak yapılmış olan 2013 FAVÖK köprüsüne göre, 2012'de solo olarak 27,1 milyon TL FAVÖK üreten Odaş ortalama olarak 88 MW kurulu güçle çalışmıştır. 2013 yılında ortalama kurulu gücün ise %53 artışla 135 MW olacağı; KKO, elektrik satış fiyatı, doğalgaz fiyatları ve faaliyet giderlerinin ise 2012 yılındaki seviyelerini korumaları durumunda kurulu güç artışı FAVÖK'te 16,8 milyon TL'lik artışa neden olacaktır. Kurulu güç ortalama 135 MW kabul edilmek şartıyla KKO 2012'deki %42 seviyesinden 2013'te %55 seviyesine yükselmesi durumunda; elektrik satış fiyatları, doğalgaz fiyatları ve faaliyet giderlerinin 2012 yılındaki seviyelerini koruduğu varsayımında ise FAVÖK rakamı 23,4 milyon TL daha artış kaydedecek ve 67,4 milyon TL'ye ulaşacaktır. Odaş'ın elektrik satış fiyatlarında %8,7 düşüş olacağı ve yıllık ortalama 268 TL/MWh'den 245 TL/MWh'ye gerileyeceği varsayımında FAVÖK rakamının 15,5 milyon TL gerileyerek 51,8 milyon TL kaydedileceği hesaplanmıştır. Doğalgaz fiyatlarının da 2012 yılındaki ortalama 69 Krş/m3 seviyesinden 2013 yılında 75 Krş/m3 seviyesine yükselmesinin FAVÖK rakamında 8,8 milyon TL'lik azalışa neden olacağı ve diğer faaliyet giderlerinde yaşanması beklenen 2,6 milyon TL'lik artışla beraber Odaş'ın solo 2013 FAVÖK rakamının 40,4 milyon TL olacağı hesaplanmıştır. Voytron'un 2013 yılında elde etmeyi hedeflediği 12 milyon TL FAVÖK'le beraber konsolide 2013 FAVÖK beklentisi 52,4 milyon TL'ye yükselmektedir.

FAVÖK Köprüsü 2012-2013 (mTL)



AKTİFLER	2011/12	2012/12
Dönen Varlıklar	15.949.900	100.403.447
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.697.171	48.207.313
Ticari Alacaklar	0	22.094.062
Diğer Alacaklar	4.223.924	6.415.093
Stoklar	0	276.805
Diğer Dönen Varlıklar	9.028.805	23.410.174
Duran Varlıklar	75.826.514	170.480.137
Maddi Duran Varlıklar	73.265.559	137.926.797
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	21.955	356.036
Şerefiye	0	26.309.154
Ertelenmiş Vergi Varlığı	476.515	0
Diğer Duran Varlıklar	2.062.485	5.888.150
TOPLAM VARLIKLAR	91.776.414	270.883.584

PASİFLER	2011/12	2012/12
Kısa Vadeli Yükümlülükler	17.334.263	97.112.071
Finansal Borçlar	890.247	34.947.597
Ticari Borçlar	3.760.680	35.916.012
Diğer Borçlar	8.509.211	7.683.940
Borç Karşılıkları	11.763	903.921
Alınan Avanslar	2.991.526	10.468.455
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	1.170.836	7.192.146
Uzun Vadeli Yükümlülükler	75.417.912	129.403.681
Finansal Borçlar	75.417.912	123.814.654
Çalışanlara İlişkin Karşılıklar	0	91.679
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	0	5.497.348
ÖZKAYNAKLAR	-975.761	44.367.833
Ödenmiş Sermaye	100.000	30.000.000
Geçmiş Yıl Karları	-47.811	-1.075.761
Net Dönem Karı	-1.027.950	15.439.545
Azınlık Payı	0	4.049
TOPLAM KAYNAKLAR	91.776.414	270.883.584

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu & BMD Tahmin



ODAŞ ENERJİ

Bizim Menkul Değerler A.Ş.



Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Bilanço Analizi**271 Milyon TL Aktif Büyüklük...**

- 2012 yıl sonu itibariyle şirketin **35 milyon TL'si vadeli mevduat, 13 milyon TL'si altın mevduatında olmak üzere 48 milyon TL** hazır değeri bulunmaktadır. Vadeli mevduattan kazanılan faiz oranı TL mevduat için %6,6 iken dolar mevduatı için %3,16 seviyesinde yer almaktadır. Hazırda bekletilen nakit seviyesinin yüksek olmasının sebebi şirketin kullanmış olduğu krediler için 2011 ve 2012'de yüklü miktarda anapara ve faiz ödemesi yapmamış olmasından dolayı **2013 yılı içerisinde 35 milyon TL kredi geri ödemesi** gerçekleştirecek olmasıdır. 2011 yılının Kasım ayında faaliyete başlayan santralin satışları TEİAŞ'a olduğu için satış bedeli avans olarak gün içinde alınmakta ve ticari alacak bakiyesi oluşmamaktadır. Bu sebeple 2011 yıl sonunda ticari alacak bakiyesi sıfırdır.
- Şirketin 2012 sonu itibariyle diğer alacaklar bakiyesi 6,4 milyon TL'dir. Diğer alacaklar kaleminin en büyük bakiyesi **4 milyon TL ile Korkut Özal'a aitken Bahattin Özal'ın 800 bin TL ve Burak Altay'ın 1 milyon TL** diğer alacak bakiyesi bulunmaktadır. Diğer borçlar bakiyesi de incelendiğinde **Korkut Özal'a olan borç tutarı 1,1 milyon TL, Bahattin Özal ve Burak Altay'a olan borç tutarı ise 600 bin TL** seviyesindedir. Ortaklara olan borçlar ve ortaklardan alacaklar hesapları mahsup edildiğinde ise Odaş'ın mevcut ortaklarından yaklaşık **4 milyon TL net alacağı** bulunmaktadır. Şirketin ortaklara olan borçları haricinde diğer borçları ise **ödenecek vergi ve fonlardan oluşmakta olup bakiyesi 2,3 milyon TL** seviyesindedir. Şirket doğalgazdan elektrik üretmesine rağmen doğalgazı doğrudan iletim hattından tedarik ettiği ve stoklayamadığı için 2011 yıl sonu itibariyle stok bakiyesi sıfırdır. 2012 yıl sonunda ise 277 bin TL stok bakiyesi şirketin santralde tutmuş olduğu yağ, bakım onarım malzemeleri gibi sarf malzemelerden oluşmaktadır.
- Yatırım sürecini yeni tamamlamış olan Odaş yatırım süresinde devlete ödemiş olduğu KDV tutarını ciro elde etmeye başladıkça mahsup etmiştir. 2011 yıl sonu itibariyle diğer dönen varlıklar hesabı altında takip edilen **Devreden KDV tutarı 4,1 milyon TL** seviyesinde yer alırken **2012 yılında elde edilen cironun etkisiyle bu rakam 1 milyon TL seviyesine erimştir.** Toplam 9 milyon TL olan Diğer Dönen Varlıklar hesabını 2011 bakiyesinin kalan kısmı gelir tahakkukları hesabından oluşmaktadır. Şirket yapmış olduğu satışların faturasını TEİAŞ'ın netleştirmesini müteakip bir sonraki ayın 15'inde kesebilmektedir. Dolayısıyla hesap döneminin kapanışında fatura kesilemediği için gelir tahakkuku kaydıyla muhasebeleştirilmektedir. 2012 yılının sonunda diğer dönen varlıklar bakiyesi **23,4 milyon TL seviyesinde yer alırken bu tutarın 16 milyon TL'si gelir tahakkukları, 5,4 milyon TL'si Voytron'un TEİAŞ'tan elektrik alımı için vermiş olduğu avans ve 1 milyon TL'si devreden KDV'den oluşmaktadır.**
- Şirketin sahip olduğu maddi duran varlıkları Şanlıurfa'da kurulmuş olan Odaş Doğalgaz Çevrim Santrali'dir. 2011 yıl sonunda **73,3 milyon TL** büyüklüğü bulunurken 2012 yılı içerisinde yapılmış olan 2. Etap yatırımının etkisiyle bu rakam **138 milyon TL'ye** yükselmiştir. 2012 Eylül ayında Voytron'un ve Aralık ayında Küçük Enerji, Ağrı Elektrik, Ena Enerji ve Hidro Enerji'nin Odaş bünyesine katılması dolayısıyla satın alma fiyatıyla bu şirketlerin özkaynakları arasındaki farktan oluşan **şerefiye tutarı 26,3 milyon TL'dir.** 2012 sonunda **5,9 milyon TL** bakiyesi bulunan diğer duran varlıklar hesabı ise şirketin yapacağı yatırımlar için vermiş olduğu avanslardan oluşmaktadır.

226 Milyon TL Toplam Yükümlülük...

- Şirketin 2011 sonunda **76 milyon TL olan finansal yükümlülükleri 2012 sonunda 159 milyon TL'ye** yükselmiştir. Finansal borçlara dair detaylı bilgi **"Finansal Borçlar"** başlığı altında verilmiştir.
- En büyük girdisi doğalgaz olan Odaş'ın ticari borçlarının da büyük kısmı Doğalgaz tedarikini yaptığı doğalgaz firmasından kaynaklanmaktadır. Bunun yanında 2012 yıl sonu bilançosunda **Voytron'un konsolide ediliyor olmasından dolayı ticari borç rakamında da artış kaydedilmiştir.** Voytron yapmış olduğu alım anlaşmaları kapsamında tedarik ettiği elektriğin faturasını 30-45 gün sonra ödemektedir. Elektrik piyasasında 2012 yıl başında TEİAŞ tarafından yapılan değişiklikle Gün Öncesi Planlamaya geçilmiş ve üretici firmalara taahhüt ettikleri üretimin bedeli 1 gün öncesinden avans şeklinde ödenmektedir. Bu sebeple şirketin **2012 sonunda 10,4 milyon TL** alınan avans bakiyesi bulunmaktadır. Diğer kısa vadeli yükümlülüklerin detayı gider tahakkukları olup şirketin elektrik alımından kaynaklanan ama henüz faturalandırılmamış giderlerden kaynaklanmaktadır.

Halka Arz Sonrası 104 Milyon TL Özkaynak...

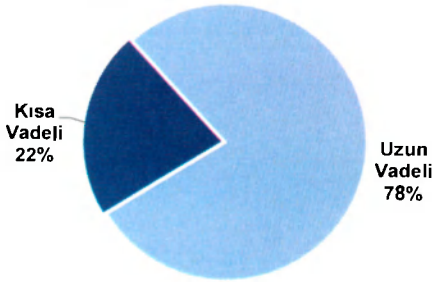
- 2011 sonunda negatif olan şirketin özkaynağı 2012 yılında **30.000.000 TL olan sermayenin tamamının ödenmesi ve 15,4 milyon TL net dönem karının etkisiyle 44 milyon TL büyüklüğe** ulaşmıştır. Yapılan yatırımın veriminin yüksek olması karlılığa olumlu etkide bulunmuş ve şirketin **özkaynak karlılığı %35** seviyesinde yer almıştır. Halka arz sonrası şirketin özkaynakları **104 milyon TL** olacaktır. Şirketin yeni kurulmuş olması ve ana faaliyetin peyder pey de olsa sadece 2012 yılında gerçekleşmiş olması özkaynakların yeni yeni birikmesine ve düşük kalmasına neden olmaktadır.



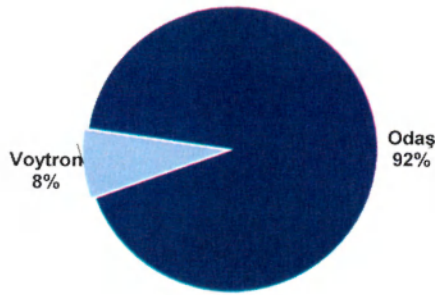
BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Finansal Borçlar

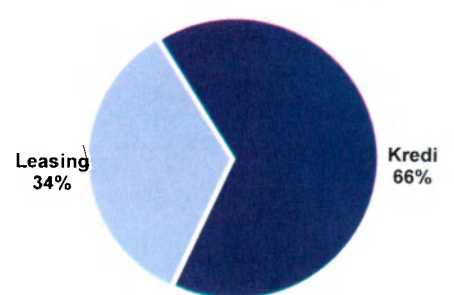
- Şirketin 2012/12 dönemi itibarıyla bağımsız denetim raporuna göre konsolide olarak **158,8 milyon TL finansal borcu** bulunmaktadır. %22'sine tekabül eden **35 milyon TL'si kısa vadeli**, kalan **123,8 milyon TL'si uzun vadeli**dir. %35'i leasing borçlarından oluşurken kalan kısım banka kredisidir. Kredilerin orijinal para birimi eurodur. Banka kredilerinin euro bazlı faiz oranı %8,7 seviyesindeyken leasinglerin faiz oranı %8,3 düzeyindedir. Şirketin yıllara göre anapara ödemeleri incelendiğinde en yüksek ödemesinin **34 milyon TL ile 2013 ve 2014 yıllarında yapılacağı** görülmektedir. 2018 yılına kadar finansal borçların %98'i bitecektir.
- Şirketin kullanmış olduğu kredilerin **146 milyon TL'si yatırım kredisi** mahiyetinde olup 2013 yılına kadar anapara ve faiz ödemesi yapılmamıştır. **12,5 milyon TL'lik kredi ise Voytron'un işletme sermayesi ihtiyacı için kullanılmış ve 2013 yılında kapatılacağı** ifade edilmiştir.
- Tamamı euro bazlı olan krediler için herhangi bir **döviz opsiyonu, döviz swapı veya döviz forward anlaşması bulunmamaktadır**. Dolayısıyla şirket yüksek miktarda kur riskine maruz kalmaktadır. Euro/TL kurunda meydana gelebilecek dalgalanmalar şirketin finansal giderlerinde yüksek volatiliteye neden olacağından net dönem karı tahmininde belirsizliğe neden olmaktadır.

Finansal Borç Vade Yapısı
(2012/12)

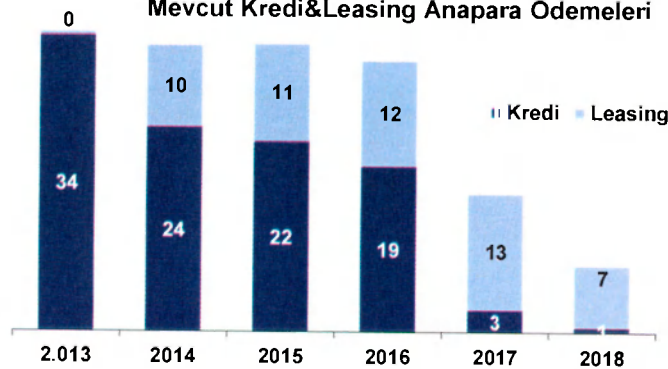
Şirket Bazlı Finansal Borçlar



Türüne Göre Finansal Borçlar



Mevcut Kredi&Leasing Anapara Ödemeleri



Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

BMD

Bizim Menkul Değerler A.Ş.

BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

ODAŞ ENERJİ

Kıst Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU*

Milyon TL	2011	2012
Net Satışlar	7.956.515	174.565.999
SMM	-7.063.538	-144.444.645
Brüt Kar	892.977	30.121.354
Brüt Marj	11,2%	17,3%
Genel Yönetim Gid.	-532.988	-1.090.868
Paz. Sat. Dağ. Gid.	0	-242.316
Faaliyet Karı	359.989	28.788.170
FAVÖK	734.261	31.436.562
FAVÖK Marjı	9,2%	18,0%
Diğer Gelirler	387	382.494
Diğer Gid.	-151.580	-138.637
Finansal Gelirler	52.178	12.400.595
Finansal Gid.	-1.501.326	-19.089.192
Net Kar	-1.027.950	15.439.545

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

• Odaş Elektrik, Voytron'u 28 Eylül 2012 tarihinde %100 oranında satın almıştır. Bu nedenle SPK'nın iştirak muhasebeleştirilmesi hakkındaki tebliğ hükmüne, Voytron'un satın alım tarihi sonrası gelir tablosu kalemleri tam konsolide edilmiştir. Ancak buna ek olarak yatırımcıların doğru bilgilendirilmesi amacıyla Voytron'un tüm yıl gelirleri ile Odaş Elektrik gelirlerinin tam konsolide edildiği proforma gelir tablosunu içeren bağımsız denetim şirketi tarafından yazılan bağımsız güvence raporu izahnamenin ekine konulmuştur.

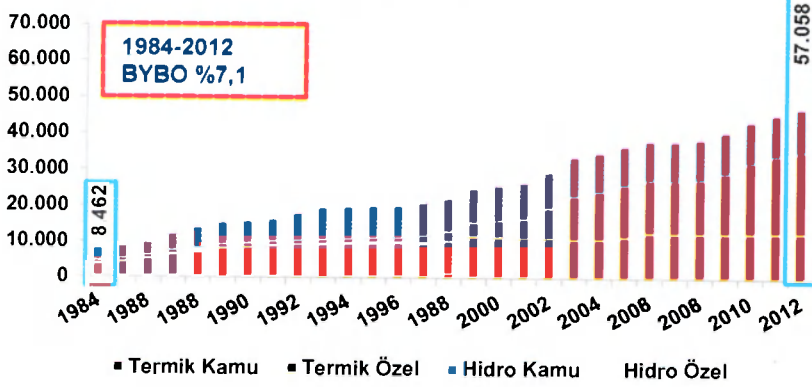
• Fiyat tespit raporunun önceki bölümlerinde görülen gelir tablosu kalemleri bağımsız denetim tarafından hazırlanan güvence raporuna dayanmaktadır. Raporumuzun bu kısmında ise kıst gelir tablosu olarak adlandırılabilir ve Voytron'un sadece 27 Eylül 2012 sonrasındaki gelir tablosunu konsolide eden gelir tablosu kalemlerini paylaşmaktayız. Buna göre Grubun 2012 cirosu **174,6 milyon TL** olarak gerçekleşirken FAVÖK ve net kar kalemleri sırasıyla **31,4 ve 15,4 milyon TL** olarak gerçekleşmiştir.


BMD
 Bizim Menkul Değerler A.Ş.

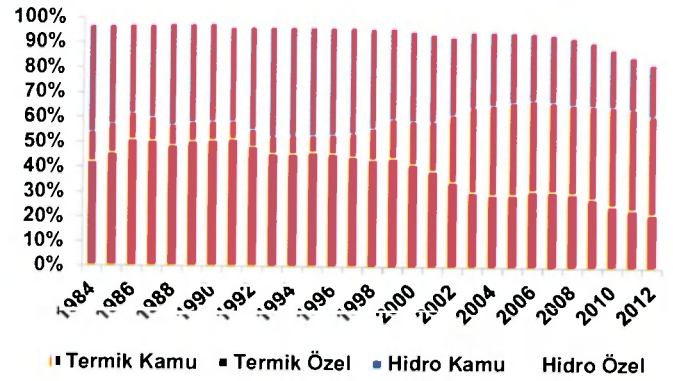
Elektrik Sektörü

- Türkiye’de elektrik sektöründe tüketim son 25 yılda TEİAŞ verilerine göre yıllık ortalama olarak %7 büyümeye kaydetmiş ve 2020 yılı TEİAŞ tahminlerine göre de %6,5-7,5 oranında büyümeye gerçekleştirmesi beklenmektedir. OECD ülkelerinin ortalama kişi başı elektrik tüketimi Türkiye kişi başı elektrik tüketiminin yaklaşık 3 katı olması da sektörün tüketim tarafındaki potansiyelin bir başka göstergesidir.
- Türkiye ekonomisindeki yükselişe paralel olarak artacak olan enerji talebini karşılamada doğal gaz, yatırım maliyetinin düşüklüğü ve devreye alınma süresinin diğer kaynaklara oranla daha kısa olması sebebiyle tercih edilmeye devam edilecektir. 1984’ten beri Türkiye’nin kurulu güç gelişimi ve dağılımı incelendiğinde Özel sektörün sektördeki ağırlığının son 15 yılda hızla artmaya başladığı görülmektedir. Hidro kapasite kullanım oranları tamamen kontrol edilemeyen faktör olan yağışlara bağlıdır. Termik santrallerin de Kapasite Faktörleri dolaylı olarak o yılki yağış miktarından etkilenmektedir. Genel itibariyle Hidro elektrik santralleri %30-40 bandında kapasite faktörüyle çalışırken Termik santrallerin KKO’su %50-70 bandındadır.
- Devletin EÜAŞ portföyündeki üretim santrallerini özelleştirme kapsamına almış olması önümüzdeki dönem elektrik piyasasında özel sektör oyuncularının üretici ve dağıtıcı tarafta yer alması, devletin ise TEİAŞ, EPDK gibi kurumlarla düzenleyici ve denetleyici bir rol oynayacağını göstermektedir.

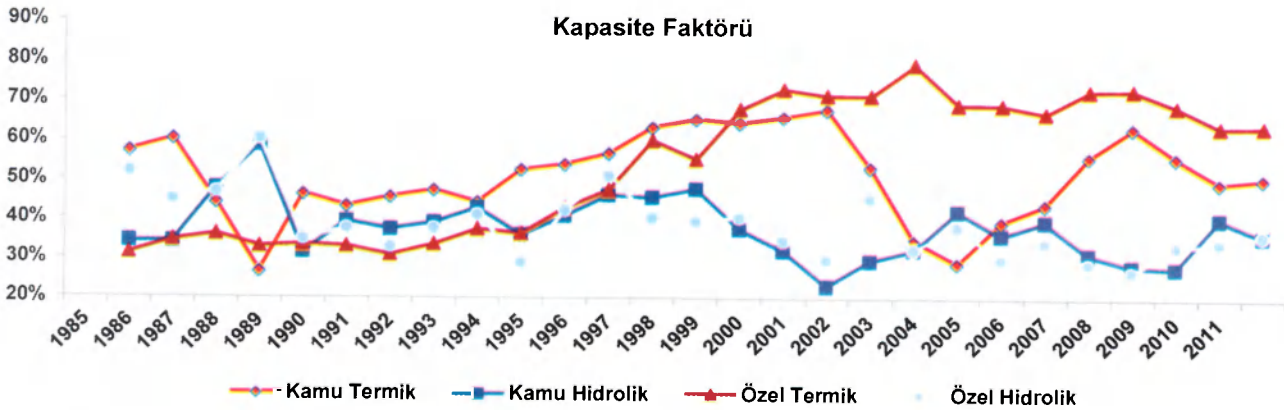
Kurulu Güç Gelişimi (MW)



Kurulu Güç Dağılımı



Kapasite Faktörü



Kaynak: TEİAŞ

BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

- 2011 yılsonu itibariyle 52.911 olan Türkiye kurulu gücü 2012 Aralık sonu itibariyle %8 artış kaydederek 57.058 MW'a yükselmiştir. Kurulu gücün şirket bazlı gelişimi incelendiğinde EÜAŞ ve bağlı ortaklıklarının kurulu gücü %3 artmış ve toplam kurulu gücün 2011'de %47'sini oluştururken 2012'de bu rakam %45'e gerilemiştir. Yap İşlet ve Yap İşlet Devret şirketlerinin kurulu 2011 yılında 8.522 MW iken 2012'de bu rakam değişmemiş ama toplam kurulu güçteki payı %16'dan %15'e gerilemiştir. En büyük artı Serbest Üretim Şirketleri kurulu gücünde yaşanmıştır. 2011 yılında 16.473 MW kurulu güçle toplam kurulu güç payı %31 iken 2012 yılında 19.686 MW kurulu güçle toplam kurulu güç payı %35 olmuştur. Otoprodüktör lisansına sahip şirketlerin de kurulu gücünde %6'lık artış kaydedilmiş ve 2012 sonu itibariyle 3.201 MW kurulu güce ulaşmıştır.
- Üretim kaynaklarına göre kurulu güç incelendiğinde Kömür, Fuel Oil ve Doğalgaz kaynaklarından oluşan termik kurulu güç 2012 sonu itibariyle toplam kurulu gücün %61'ini oluşturmaktadır. Nehir tipi santral ve Baraj tipi santral çeşitleri bulunan Hidro kurulu güç ise %35'lik payla 2. sırada yer almaktadır. Rüzgar son zamanlarda popülaritesi artan bir santral tipi olmuş ve 2012 sonunda Türkiye kurulu gücünün %4'unu oluşturmuştur. Jeotermal ise henüz ciddi bir kurulu güç büyüklüğüne ulaşamamıştır.

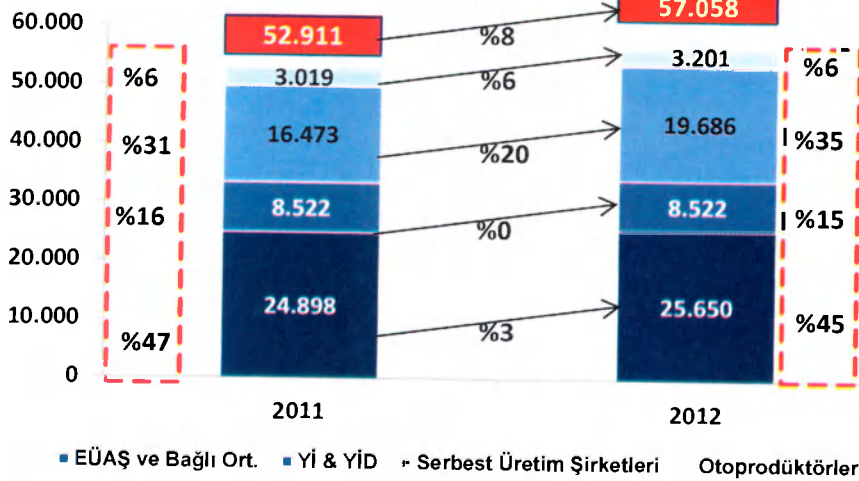
Şirketlere Göre Elektrik Üretimi (GWh)

Şirket Türü	2011	2012	Değişim
EÜAŞ ve Bağlı Ort.	97.403	95.369	-2,1%
Yİ & YİD	57.755	57.120	-1,1%
Serbest Üretim Şirketleri	62.521	73.914	18,2%
Otoprodüktörler	11.716	12.677	8,2%
Toplam	229.395	239.080	4,2%

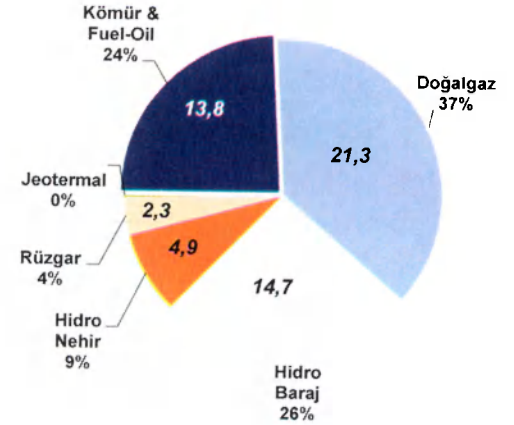
Kaynaklara Göre Elektrik Üretimi (GWh)

Kaynaklar	2011	2012	Değişim
Kömür & Fuel-Oil	67.122	70.551	5,1%
Doğalgaz	104.517	103.991	-0,5%
Hidro	52.339	57.837	10,5%
Rüzgar	5.418	6.701	23,7%
Toplam	229.395	239.080	4,2%

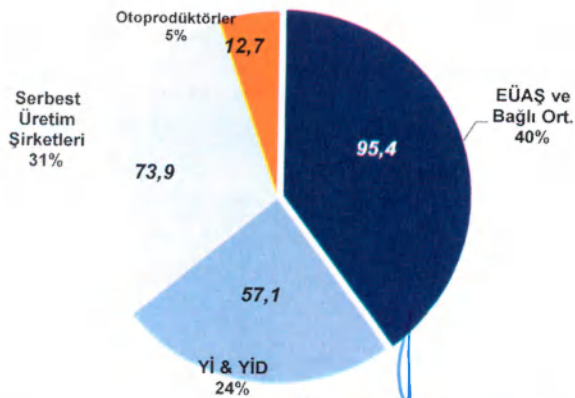
Kurulu Güç Dağılımı



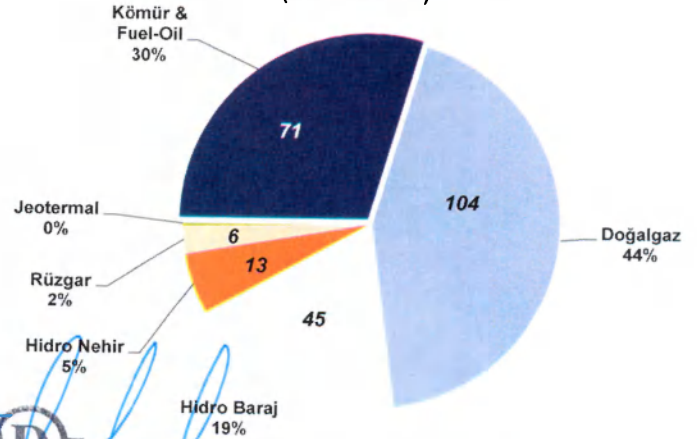
2012 Kurulu Güç (1.000 MW)

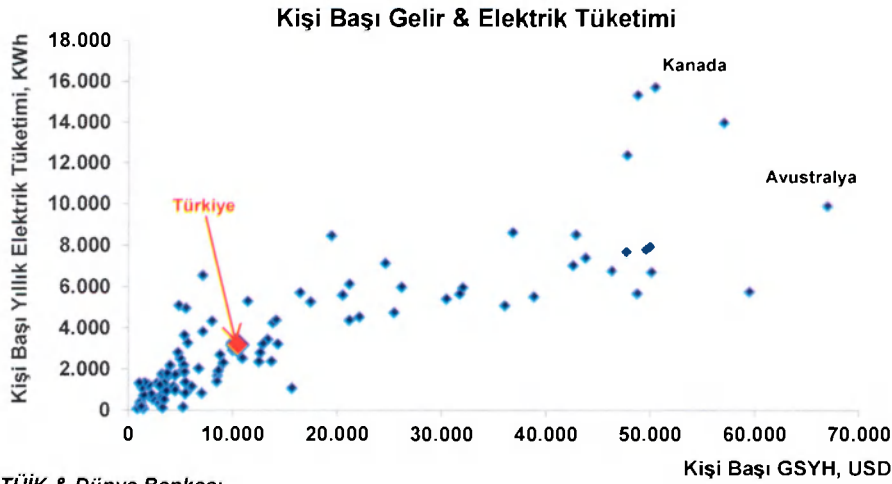
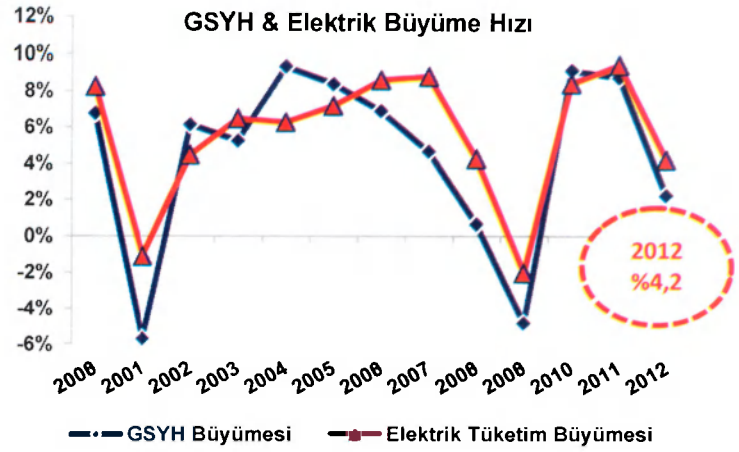
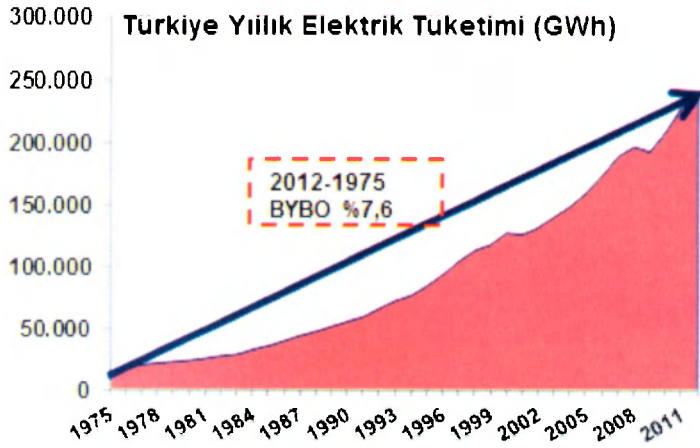


2012 Şirketlere Göre Elektrik Üretimi (1.000 GWh)



2012 Kaynaklara Göre Elektrik Üretimi (1.000 GWh)





Kaynak: TEİAŞ & TÜİK & Dünya Bankası

- Türkiye'de 2012 için kişi başı elektrik tüketimi **3.200 KWh/yıl** olarak kaydedilirken dünya ortalamasının (2.746 KWh) üzerinde olmasına rağmen OECD ortalamasının altındadır. Ülkelerin en güncel GSYH ve elektrik tüketimi verileri analiz edildiğinde aradaki korelasyon katsayısının **0,85** olduğu görülmüştür. Yani kişi başı GSYH ile elektrik tüketimi arasında çok güçlü bir ilişki bulunmaktadır. GSYH büyümesi doğrudan elektrik tüketimini artırdığı gibi, kişi başı tüketim de refah seviyesinin artmasıyla artış kaydetmektedir.

BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Neden Odaş?

Mevcut Santralin Daha Etkin Kullanılacak Olması

- 2013 yılında FAVÖK, net kar ve ciroda yüksek büyüme beklentisi
- 2013 Haziran'da kurulu gücün 140 MW olması
- 2013 Yılında tam kapasite ve normalize KKO ile çalışılacak olması
- Gerçekleştirilebilir büyüme hikayesi
- 2013 ilk çeyrek verilerinin oldukça güçlü verilere işaret etmesi

Güçlü Mali Veriler

- Üretimde yüksek FAVÖK marjı
- Yeni teknoloji ile yapılan Urfa doğalgaz santralinde ortalama DUY fiyatlarına 2012 yılında %76 prim
- Borçlanma oranı Euro bazlı 8,5 seviyesinde, halka arz sonrası yapılacak borç yapılandırmasıyla ciddi bir finansman karı oluşabilir

Cazip Çarpanlar & Güçlü Ortaklık Yapısı

- 2012 net kar ve FAVÖK gerçekleştirmelerinde yurtiçi ve yurtdışı sektörler göre cazip çarpanlar
- Enerji Piyasasında deneyimi uzun yıllara dayanan ortaklık yapısı
- 1 yıl boyunca izahnamede bedelli sermaye artışı ve ortak satışının yapılmayacağını taahhüt edilmesi

Enerji Sektörü

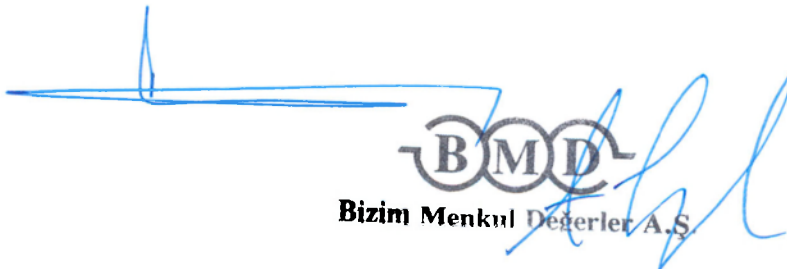
- Doğalgaz piyasasının liberalleşmesiyle LNG istasyonlarının artacağı ve maliyetlerin düşeceği beklentisi
- Sektörün stok maliyeti olmaması ve alacak tahsilatının hızlı olması sonucu işletme sermayesi fazlası vermesi
- Sektör büyümesinin ekonomik büyümeye göre daha defansif olması
- Kişi başı elektrik tüketiminin Doğu Avrupa ülkelerine göre önemli bir potansiyel içermesi

Kömür, HES ve Güneş Enerjisi Yatırımları

- 2013 ve 2014 yıllarında devreye alınacak 19 MW'lık HES yatırımları
- 2014 yılında yatırım sürecine başlanacak 350 MW'lık kömür santrali yatırımı
- 2017 Yılında 564 MW kurulu güç ve 3,5 milyar kwh elektrik üretimi
- Gerçekleştirilebilir büyüme hikayesi
- Urfa'da 0,5 MW'lık güneş enerjisi paneli deneme yatırım sürecinin başlamış olması
- Nisan 2013 itibarıyla 240 MW lık Cizre barajı imtiyaz hakkı için Devlet Su İşlerine Hidro Enerji olarak başvurulmuştur. 1 buçuk milyon TL lik teminat mektubu yatırılmıştır.

Voytron

- 2012 sonunda yapılan ikili anlaşmalar ile 2013'de Voytron'un 315 milyon TL'lik ciro garantiye alınmış durumda
- Voytron'un 616 müşterisi ve %15,4'lük pazar payı ile sektördeki yüksek pazar payı ve gruba sağladığı entegrasyon
- 2 yıl içerisinde serbest tüketici limitinin azalması ile Voytron'un hane halkına elektrik satabilecek olması
- Odaş'ın Voytron'un müşteri portföyünü değerlendirmek adına Doğalgaz Ticareti şirketi kurması



BMD
Bizim Menkul Değerler A.Ş.

Halka Arz Özeti & Halka Arz Geliri Kullanım Yerleri

Şirket	Odaş Elektrik Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Hisse Birim Fiyatı (TL)	5,00
Halka Arz Şekli	Rüçhan Hakkı Kısıtlamasıyla Bedelli Sermaye Artırımı
Ek Satış Hakkı	Yok
Halka Açıklık	28,6%
Konsorsiyum Lideri	Bizim Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Öncesi Sermaye (TL)	30.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye (TL)	42.000.000
Nominal Sermaye Artırımı	12.000.000
Para Girişi (TL)	60.000.000
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Bedelli Yapmama Taahhüdü	Şirket Tarafından 365 Gün
Satmama Taahhüdü	Ortaklar Tarafından 365 Gün
Tahsis Grupları	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%40) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%10) Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%50)
Tahmini Halka Arz Tarihleri	13-14 Mayıs 2013
Borsa'da Muhtemel İşlem Görme Tarihi	20 Mayıs 2013

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yeri

Kömür, doğalgaz ve hidroelektrik santraller yatırımları
Doğalgaz ticareti ve Voytron için işletme sermayesi ihtiyacı
Şirket satın alımları

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi						Halka Arz Sonrası					
	A Grubu	B Grubu	Toplam	Yüzde	Oy Hakkı	Yüzde	A Grubu	B Grubu	Toplam	Yüzde	Oy Hakkı	Yüzde
Korkut Özal	0	12.000.000	12.000.000	40%	12.000.000	16,7%	0	12.000.000	12.000.000	28,6%	12.000.000	14,3%
Abdulkadir Bahattin Özal	1.500.000	7.500.000	9.000.000	30%	30.000.000	41,7%	1.500.000	7.500.000	9.000.000	21,4%	30.000.000	35,7%
Burak Altay	1.500.000	7.500.000	9.000.000	30%	30.000.000	41,7%	1.500.000	7.500.000	9.000.000	21,4%	30.000.000	35,7%
Halka Arz Edilen Hisseler	0	0	0	0%	0	0,0%	0	12.000.000	12.000.000	28,6%	12.000.000	14,3%
TOPLAM	3.000.000	27.000.000	30.000.000	100%	72.000.000	100%	3.000.000	39.000.000	42.000.000	140%	84.000.000	100%

