

Enerjisa Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler Enerjisa Enerji A.Ş. Halka Arz İzahnamesinden ve Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 25 Ocak 2018 tarihli Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Enerjisa; Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın ve Çankırı illerini kapsayan Başkent Bölgesi'nde faaliyet gösteren Başkent EDAŞ ve Başkent EPSAŞ; İstanbul ilinin Asya yakasındaki ilçelerini kapsayan Ayedaş Bölgesi'nde faaliyet gösteren AYEDAŞ ve AYEPSAŞ ile Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerini kapsayan Toroslar Bölgesi'nde faaliyet gösteren Toroslar EDAŞ ve Toroslar EPSAŞ aracılığıyla elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış faaliyetleri yürütmektedir.

Şirketin elektrik dağıtım faaliyetlerini Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ, elektrik perakende satış faaliyetlerini ise Başkent EPSAŞ, AYEPSAŞ ve Toroslar EPSAŞ yürütmektedir. Elektrik dağıtım şirketlerinin faaliyetleri kendi bölgeleriyle sınırlıdır. Elektrik perakende satış şirketleri ise görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgelerindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yaparken, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın da Türkiye genelindeki serbest müşterilerine elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

Enerjisa, EPDK verilerine göre, 31 Aralık 2016 itibarıyla, Türkiye'deki dağıtım bağlantı noktalarının yaklaşık %25,6'sını oluşturan yaklaşık 10,5 milyon dağıtım bağlantı noktasına ve Türkiye'de perakende elektrik satın alan tüketicilerin yaklaşık %22,0'ını oluşturan yaklaşık 9 milyon müşteriye sahip olan bir elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirkettir.

2. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Talep Toplama Tarihleri	1-2 Şubat 2018
Halka Arz Fiyat Aralığı*	6,25 - 7,50 TL
Halka Arz Şekli	Ortak satışı
Şirket Piyasa Değeri	7,38 – 8,86 milyar TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	1,33 – 1,59 milyar TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	1,48 – 1,77 milyar TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	18%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	20%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	1.181.068.967,12 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	1.181.068.967,12 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Lot Adedi (Ek Satış Dahil)	236.213.792
Ortak Satışı (nominal)	212.592.414
Ek Satış Hakkı (nominal)	23.621.378
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	180 gün boyunca
Tahsisat Grupları	
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	5%
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	10%
Yurtdışı Yerleşik Kurumsal Yatırımcılar	85%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, * 1 lot (1 TL nominal) değerli payın fiyatı 6,25 - 7,50 TL aralığında belirlenen halka arzda, talepler tüm yatırımcılar tarafından fiyat aralığının içerisinde kalmak kaydıyla, 1 kuruş fiyat adımlarında olmak üzere, 5 farklı fiyat seviyesinden farklı miktarlarda, sadece belirli bir adet veya sadece tutar olarak tavan fiyattan iletilebilecektir.

3. Şirket'in Ortaklık Yapısı

Halka Arz'dan Önce			Halka Arz'dan Sonra			
Hissedar	TL	%	(Ek Satış Hariç) TL	%	(Ek Satış Dahil) TL	%
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	590.534.483,56	50%	484.238.276,56	41%	472.427.587,56	40%
DD Turkey Holdings S.A.R.L. (E.ON)	590.534.483,56	50%	484.238.276,56	41%	472.427.587,56	40%
Halka Açık			212.592.414,00	18%	236.213.792,00	20%
Toplam	1.181.068.967,12	100%	1.181.068.967,12	100%	1.181.068.967,12	100%

Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş. halka arz izahnamesi

4. Şirket'in Faaliyetleri Hakkında Genel Bilgiler

Enerjisa; Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın ve Çankırı illerini kapsayan Başkent Bölgesi'nde faaliyet gösteren Başkent EDAŞ ve Başkent EPSAŞ; İstanbul ilinin Asya yakasındaki ilçelerini kapsayan Ayedaş Bölgesi'nde faaliyet gösteren AYEDAŞ ve AYEPSAŞ ile Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerini kapsayan Toroslar Bölgesi'nde faaliyet gösteren Toroslar EDAŞ ve Toroslar EPSAŞ aracılığıyla elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış faaliyetleri yürütmektedir.

Şirket'in dağıtım şirketlerine ilişkin bazı işletme bilgileri

	2014	2015	2016	9A17
Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) (milyon TL) (1)	1,435	2,662	3,914	5,013
Başkent EDAŞ	844	1,353	1,830	2,261
AYEDAŞ	192	491	732	914
Toroslar EDAŞ	399	818	1,352	1,838
Dağıtım şebekesi uzunluğu (km) (2)	207,106	211,378	217,853	
Başkent EDAŞ	106,330	107,837	109,659	
AYEDAŞ	20,790	21,535	23,783	
Toroslar EDAŞ	79,986	82,006	84,411	
Bölge nüfusu (3)	20.0	20.3	20.6	
Başkent EDAŞ	7.0	7.1	7.2	
AYEDAŞ	5.1	5.2	5.2	
Toroslar EDAŞ	7.9	8.0	8.2	
Dağıtım bağlantı noktası sayısı (4)	9.9	10.2	10.5	10.8
Başkent EDAŞ	3.8	4.0	4.1	4.2
AYEDAŞ	2.6	2.7	2.8	2.8
Toroslar EDAŞ	3.4	3.6	3.7	3.8
Dağıtılan elektrik miktarı (TWh) (5)	36.4	38.5	39.7	31.3
Başkent EDAŞ	10.3	10.8	11.1	11
AYEDAŞ	12.9	13.8	14.3	9
Toroslar EDAŞ	13.2	13.9	14.3	12
Trafo merkezi sayısı (6)	56,238	76,232	77,502	
Başkent EDAŞ	11,014	29,267	28,670	
AYEDAŞ	6,508	6,707	7,084	
Toroslar EDAŞ	38,716	40,258	41,748	
Toplam trafo kapasitesi (bin MVAR) (7)	30,450	32,502	32,639	
Başkent EDAŞ	12,232	13,156	11,877	
AYEDAŞ	7,016	7,323	7,806	
Toroslar EDAŞ	11,202	12,022	12,956	

Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş. halka arz izahnamesi, * 30 Eylül 2017 itibarıyla bazı veri mevcut değildir.

(1) Yatırımların birim maliyet karşılaştırmasına tabi tutulmasından sonra tespit edilen düzenlenmiş varlık tabanını göstermektedir.

(2) Hem yer üstündeki, hem de yer altındaki orta ve düşük gerilim hatları da dâhil olmak üzere, ilgili bölgede işletilen dağıtım ağının toplam uzunluğunu göstermektedir.

(3) TÜİK istatistiklerine göre, ilgili dağıtım bölgesinde ikamet edenlerin toplam sayısını göstermektedir.

(4) İlgili bölgede diğer özel tedarikçilerin müşterilerinin dağıtım bağlantı noktaları da dâhil tüm dağıtım bağlantı noktalarını göstermektedir.

(5) Şirket'in dağıtım şebekesine bağlı olan ve diğer özel tedarikçilerin müşterilerini de kapsayan tüm tüketicilere dağıtılan elektrik miktarını (TWh olarak) göstermektedir.

(6) TEİAŞ'ın iletim sisteminden ilgili dağıtım sistemine elektriğin dönüştürülmesi için ilgili dağıtım bölgesinde kullanılan trafo merkezlerinin toplam sayısını göstermektedir.

(7) Dağıtım şebekesinde gerilimi dönüştürmek için kullanılan trafoların toplam kurulu gücünü göstermektedir.

Şirket'in elektrik dağıtım faaliyetlerini Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ, elektrik perakende satış faaliyetlerini ise Başkent EPSAŞ, AYEPSAŞ ve Toroslar EPSAŞ yürütmektedir. Elektrik dağıtım şirketlerinin faaliyetleri kendi bölgeleriyle sınırlıdır. Elektrik perakende satış şirketleri ise görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgelerindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yaparken, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın da Türkiye genelindeki serbest müşterilerine elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

Enerjisa'nın sahip olduğu 3 dağıtım bölgesi



Kaynak: Enerjisa Enerji A.Ş. halka arz izahnamesi

Enerjisa, EPDK verilerine göre, 31 Aralık 2016 itibarıyla, Türkiye'deki dağıtım bağlantı noktalarının yaklaşık %25,6'sını oluşturan yaklaşık 10,5 milyon dağıtım bağlantı noktasına ve Türkiye'de perakende elektrik satın alan tüketicilerin yaklaşık %22,0'ını oluşturan yaklaşık 9 milyon müşteriye sahip olan bir elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirkettir.

Dağıtım, gerilim düzeyi 36 kV'nin altında olan hatlar vasıtasıyla son tüketiciye elektriğin nakli olarak tanımlanmaktadır. EPDK düzenlemeleri uyarınca Türkiye'deki elektrik dağıtım şebekesi, 21 dağıtım bölgesine bölünmüştür. 2009 ve 2013 yılları arasında gerçekleştirilen özelleştirme uygulamaları sonrasında tüm dağıtım bölgeleri özel şirketler tarafından işletilmeye başlamıştır. 31 Aralık 2016 itibarıyla, Türkiye çapında dağıtım ağına bağlı tüketici sayısı yaklaşık 41,1 milyona ulaşmış ve bu tüketicilerden 10,5 milyonu Şirket'in bağlı ortaklıkları tarafından işletilen dağıtım şebekelerine bağlanmıştır.

Şirket, bu üç dağıtım bölgesindeki operasyonlarının tamamını merkezi olarak yönetmekte ve izlemekte, dağıtım şebekeleri ile ilgili operasyonlarını planlamakta ve gerçekleştirmektedir. Şirket, şebeke yönetimi süreçlerinin bir parçası olarak, şebekeyi büyüme, yenileme, şebekenin operasyonel verimliliğini artırma, araştırma ve geliştirme faaliyetlerinde de bulunmakta ve bahse konu faaliyetler Şirket'in her üç bölgede şebeke yönetim süreçlerini standardize etmesine, merkezileştirilmiş prosedürler hazırlamasına, EPDK'nın teknik ve ticari standartları ile tedarik güvenilirliği standartlarına, OKSIK ve OKSÜRE hedeflerine ve kayıp kaçak hedeflerine uyum gibi önemli performans göstergelerini tespit etmesine, sistem iyileştirmelerini planlamasına, yerel şebekeleri kontrol etmesine ve izlemesine ve müşterilerle bağlantılı faaliyetlerini yürütmesine imkân tanıdığı şirketin izahnamesinde ifade edilmiştir.

Bölgesel dağıtım şebekesi işletmecilerinden her biri, kendi bölgesinde gerekli bakım, onarım, yenileme ve genişleme yatırımlarını yapmak, elektrik sayaçlarının bakımını yapmak ve bu sayaçları okumak, talep projeksiyonlarını ve yatırım planlarını hazırlamak, kayıp kaçak elektrik oranlarını takip etmek, dağıtım şebekesinde eksik kalan elektriği tedarik etmek, kayıp kaçak oranlarını azaltmak için gerekli teknik ve operasyonel tedbirleri almak ve kamuya açık alanların aydınlatmasını sağlamaktan sorumludur

5. Şirket'in Finansalları Hakkında Genel Bilgiler

Şirket, 31 Aralık 2014, 2015 ve 2016 tarihlerinde sona eren yıllar ile 30 Eylül 2016 ve 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemlerde sırasıyla 8.064.421 bin TL, 9.153.614 bin TL, 9.103.380 bin TL, 6.919.414 bin TL ve 8.591.508 bin TL gelir elde etmiş ve 2014 yılında %3,4 zarar marjı ile 276.714 bin TL zarar etmiş olmakla birlikte, 31 Aralık 2015 ve 2016 tarihinde sona eren yılları ile 30 Eylül 2016 ve 2017 tarihlerinde sona eren dokuz aylık dönemlerde sırasıyla %3,7 kâr marjı ile 336.302 bin TL, %4,1 kâr marjı ile 377.393 TL, %6,0 kâr marjı ile 421,813 bin TL ve %5,3 kâr marjı ile 453,966 bin TL kâr elde etmiştir.

Kâr veya Zarar Tablosu (bin Türk Lirası)

	2014	2015	2016	9A16 *	9A17
Hasılat	8,064,421	9,153,614	9,103,380	6,919,414	8,591,508
Satışların maliyeti	(6,753,511)	(7,108,120)	(6,500,956)	(4,986,163)	(6,137,141)
Brüt kâr	1,310,910	2,045,494	2,602,424	1,933,251	2,454,367
Genel yönetim giderleri	(967,303)	(1,079,790)	(1,227,836)	(816,398)	(1,035,284)
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	104,204	123,333	144,651	105,120	115,712
Esas faaliyetlerden diğer giderler	(140,174)	(50,760)	(246,929)	(150,228)	(248,632)
Finansman gelirleri öncesi faaliyet kârı	307,637	1,038,277	1,272,310	1,071,745	1,286,163
Finansman gelirleri	68,647	31,484	39,729	35,402	73,344
Finansman giderleri	(639,991)	(606,854)	(797,837)	(557,378)	(755,404)
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kârı	(263,707)	462,907	514,202	549,769	604,103
Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	(13,007)	(126,605)	(136,809)	(127,956)	(150,137)
Sürdürülen faaliyetler dönem kârı	(276,714)	336,302	377,393	421,813	453,966
Dönem kârı	(276,714)	336,302	377,393	421,813	453,966

Kaynak: Energisa Enerji A.Ş. halka arz izahnamesi, * 30 Eylül 2016 tarihinde sona eren dokuz aylık dönem için verilmiş veriler, Energisa'nın 30 Eylül 2017 tarihinde sona eren dokuz aylık dönemine ilişkin finansal tablolar ile karşılaştırılmak için kullanılan EEDAŞ'a ilişkin verileri yansıtmaktadır.

Özet Konsolide Finansal Durum Raporu (bin Türk Lirası)

	2014	2015	2016	9A17
Dönen varlıklar	2,241,969	2,532,462	2,939,550	3,491,079
Nakit ve nakit benzerleri	112,669	152,103	74,570	155,194
Finansal varlıklar	312,870	455,975	653,754	660,192
Ticari alacaklar	1,471,367	1,545,331	1,720,529	2,166,983
Stoklar	55,201	63,471	74,459	101,226
Diğer	289,862	315,582	416,238	407,484
Duran varlıklar	10,521,490	11,488,597	12,191,898	13,506,806
Finansal varlıklar	1,469,322	2,565,064	3,639,552	4,873,333
Maddi duran varlıklar	128	30,850	58,010	85,150
Diğer	9,052,040	8,892,683	8,494,336	8,548,323
Toplam varlıklar	12,763,459	14,021,059	15,131,448	16,997,885
Kısa vadeli yükümlülükler	3,294,155	4,580,790	4,950,759	4,215,754
Ticari borçlar	816,488	826,990	1,117,668	1,060,293
Diğer	2,477,667	3,753,800	3,833,091	3,155,461
Uzun vadeli yükümlülükler	5,428,962	5,074,438	5,433,861	7,581,337
Toplam özkaynaklar	4,040,342	4,365,831	4,746,828	5,200,794
Ödenmiş sermaye	4,389,585	4,389,585	3,964,528	1,181,069
Toplam kaynaklar	12,763,459	14,021,059	15,131,448	16,997,885

Kaynak: Energisa A.Ş. İzahnamesi

Özet Borçluluk Durumu (bin Türk Lirası)

	2014	2015	2016	9A17
Finansal borçlar ve Özelleştirme İdaresi'ne olan borçlar	5,574,090	6,235,542	6,568,015	7,467,914
Eksi: Nakit ve nakit benzerleri	-112,669	-152,103	-74,570	-155,194
Net borç	5,461,421	6,083,439	6,493,445	7,312,720

Kaynak: Energisa A.Ş. İzahnamesi

6. Halka Arz Fiyat Aralığının Tespiti

Tacirler Yatırım ("TY")'ın hazırladığı halka arz fiyat tespit raporu incelenmiştir; ve bu çalışmanın özeti aşağıda belirtildiği şekildedir.

- A) **Defter Değeri Yöntemi:** Şirketlerin varlıklarının ve yükümlülüklerinin gerçekçi değerlerinin bulunması ile ortaya çıkarılan gerçekçi defter değeri şirketin değerlemesi için kullanılmaktadır.
- B) **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:** Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değer oluşmaktadır.
- C) **Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi:** Borsa İstanbul'da işlem gören şirketin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki verilerin birbirine oranında hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Finansal Verileri (Son 12 Ay) (TLm)

	Hasılat	FVAOK	FVAOK Marjı
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. *	2,934	770	25.90%
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3,531	424	12.01%
Aritmetik Ortalama			18.60%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP, * elektrik dağıtım harcamaları geri ödemeleri (33 milyon TL) dahil

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri (5 Ocak 2018)

	Piyasa Değeri	Net Borç Pozisyonu	Firma Değeri
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,340	5,886	9,226
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	2,704	2,773	5,477

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP, Borsa İstanbul

Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin Firma Değeri/Hasılat ve Firma Değeri/FVAOK çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Firma Değeri / Hasılat Çarpanları

	Firma Değeri *	Hasılat	Firma Değeri / Hasılat	Ağırlık
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	9,226	2,934	3.14	0%
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5,477	3,531	1.55	100%
Ağırlıklı Ortalama				1.55

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Firma Değeri / FVAOK Çarpanları

	Firma Değeri	FVAOK	Firma Değeri / FVAOK	Ağırlık
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	9,226	770	11.98	67%
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5,477	424	12.92	33%
Ağırlıklı Ortalama				12.29

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

D) **Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi:** Yurt dışındaki borsalarda işlem gören şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir.

Uluslararası Benzer Şirketlerin Finansal Verileri (Son 12 Ay, 5 Ocak 2018 itibariyle)
(milyon dolar)

	Hasılat	FVAOK	FVAOK Marjı
Enel S.p.A	86,499	16,466	19.0%
National Grid plc	20,940	6,711	32.0%
Gas Natural SDG S.A.	29,537	5,157	17.5%
Endesa S.A.	23,065	3,803	16.5%
Innogy SE	49,495	4,109	8.3%
PPL Corporation	7,353	4,066	55.3%
SSE plc	40,633	3,205	7.9%
Power Grid Corporation of India Limited	4,061	3,623	89.2%
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	2,553	1,848	72.4%
ENN Energy Holdings Limited	6,148	904	14.7%
Equatorial Energia S.A.	2,655	472	17.8%
Energisa S.A.	4,046	600	14.8%
Aritmetik Ortalama			30.4%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Capital IQ

Yurt dışındaki borsalarda işlem gören şirketlerin Firma Değeri / Hasılat ve Firma Değeri / FVAOK çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır.

Uluslararası Benzer Şirketlerin Finansal Verileri (Son 12 Ay, 5 Ocak 2018 itibariyle (milyon dolar) *, **, ***

	Piyasa Değeri	Net Borç ve Azınlık Payları	Firma Değeri *	Firma Değeri / Hasılat	Firma Değeri / FVAOK
Enel S.p.A	65,323	67,284	132,608	1.5	8.1
National Grid plc	39,672	33,828	73,500	3.5	11.0
Gas Natural SDG S.A.	24,977	22,985	47,963	1.6	9.3
Endesa S.A.	23,300	6,081	29,381	1.3	7.7
Innogy SE	22,514	18,726	41,239	0.8	10.0
PPL Corporation	21,308	20,198	41,506	5.6	10.2
SSE plc	18,165	9,953	28,118	0.7	8.8
Power Grid Corporation of India Limited	16,605	18,170	34,775	8.6	9.6
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	12,078	9,240	21,317	8.3	11.5
ENN Energy Holdings Limited	7,336	2,045	9,381	1.5	10.4
Equatorial Energia S.A.	4,037	981	5,018	1.9	10.6
Energisa S.A.	3,427	2,007	5,434	1.3	9.1
Aritmetik Ortalama				3.1	9.7
Seçilmiş Aritmetik Ortalama				1.5	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, Capital IQ, Şirketlerin internet sayfaları, * 5 Ocak 2018 itibariyle, ** Son 12 Ay, *** çarpanı 1.0 ile 1.8 arasında olan şirketlerin ortalaması

Energisa'nın Değerinin Firma Değeri / Hasılat Çarpanı ile Hesaplanması (aksi belirtilmedikçe bin TL)

	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı	1.55	1.46
Energisa'nın Hasılatı (bin TL)		10,775,474
Energisa'nın Firma Değeri (bin TL)	16,701,985	15,732,192
Energisa'nın Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017) (bin TL)	7,312,720	7,312,720
Energisa'nın Özsermaye Değeri (bin TL)	9,389,265	8,419,472
Energisa'nın Ödenmiş Sermayesi (bin TL)		1,181,069
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Değer (TL)	7.95	7.13
Değerleme Sonucunun Ağırlığı (%)	0.2	0.8
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer (TL)		7.29

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Borsa İstanbul şirketleri ile ulaşılan sonuçlar için 20.0% ve uluslararası benzer şirketler için ulaşılan sonuçlar için 80.0% oranında ağırlık verilerek ortalama değere ulaşılmıştır. Bunun temel sebebi, Borsa İstanbul'da benzer şirketlerin sayısının iki, uluslararası benzer şirketlerin sayısının ise on iki olmasıdır. Bu farklılık nedeniyle, uluslararası benzer şirketler için daha yüksek bir ağırlık verilerek, ağırlıklı ortalama sonuç bulunmuştur.

Energisa'nın Değerinin Firma Değeri / FVAÖK Çarpanı ile Hesaplanması (aksi belirtilmedikçe bin TL)

	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketleri
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı (TL)	12.29	9.69
Energisa'nın FVAÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri (bin TL)		2,269,981
Energisa'nın Firma Değeri (bin TL)	27,898,066	21,996,116
Energisa'nın Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017) (bin TL)	7,312,720	7,312,720
Energisa'nın Özsermaye Değeri (bin TL)	20,585,346	14,683,396
Energisa'nın Ödenmiş Sermayesi (bin TL)		1,181,069
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Değer (TL)	17.43	12.43
Değerleme Sonucunun Ağırlığı (%)	0.2	0.8
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer (TL)		13.43

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yukarıdaki tablolardan yola çıkılarak, Energisa'nın 1 TL nominal değerli pay başına düşen değer, aşağıdaki tabloda gösterildi şekilde 10.36 TL olarak hesaplanmaktadır.

Energisa'nın 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Sermaye Değeri

	Firma Değeri / Hasılat	Firma Değeri / FVAOK
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Değer	7.29	13.43
1 TL Nominal Değerli Energisa Payı Başına Düşen Ortalama Değer		10.36

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Energisa'nın halka arz fiyat aralığı ile değerlendirme sonucunun karşılaştırılması, aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Halka arz fiyat aralığının tavanı ve tabanı, değerlendirme sonucuna göre sırasıyla %27,6 ve %39,7 oranlarında iskontoludur. Halka arz fiyat aralığının orta seviyesi ise değerlendirme sonucuna göre %33,6 oranında iskontoludur.

Energisa'nın Halka Arz Fiyat Aralığının Değerleme Sonucuna Göre İskonto Oranı

TL	Taban Fiyat	Fiyat Aralığının Ortası	Tavan Fiyat
Energisa'nın Halka Arz Fiyat Aralığı	6.25	6.875	7.5
Değerleme Sonucu		10.36	
İskonto Oranı	-39.7%	-33.6%	-27.6%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7. Halka Arz Fiyat Aralığı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Halka Arz Fiyat Tespit ("HAFT") raporunun Enerjisa'nın operasyonları hakkında kapsamlı ve değerlemesi makul ölçüde fikir verdiğini düşünüyoruz. İlgili değerlendirme sonucunda bulunan taban/tavan fiyatları üzerinden 39.1% ve 26.9% oranındaki iskonto aralığı göz önüne alındığında; halka arz fiyat aralığının makul olarak belirlendiğini düşünüyoruz.

HAFT raporundaki fiyat aralığının belirlenmesinde kullanılan yöntemler hakkındaki düşüncelerimiz aşağıdaki şekildedir:

Defter Değeri Yöntemi: HAFT raporunda belirtildiği üzere, Enerjisa'nın bağlı ortaklıklarının TEDAS ile imzaladıkları İHD ("İhale Hakkı Devri") sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayanarak EPDK'dan aldıkları elektrik dağıtım ve elektrik tedarik lisansları için şirketin herhangi bir varlık değerlendirme çalışması olmamasından dolayı, defter değeri yöntemi üzerinden bir değerlendirme çalışması yapılmamasının makul olduğunu düşünüyoruz.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi: HAFT raporunda, Enerjisa'nın geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonları izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığı için indirgenmiş nakit akımları ("INA") analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılamamıştır. Her ne kadar bu yönde bir çalışmanın; şirketin uzun dönem nakit yaratım profili hakkında daha sağlıklı bilgi vereceğini düşünmekle beraber; şirket tarafından projeksiyon paylaşılmamış olmasından dolayı, INA üzerinden bir değerlendirme çalışması yapılamamış olmasının kabul edilebilir olduğunu düşünüyoruz.

Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi: HAFT raporunda; payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinde bulunan bir şirket olmamasından dolayı; Enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerden Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş.'nin ; Enerjisa ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüştür. Bu şirketlerin Firma Değeri / Hasılat ve Firma Değeri / FVAOK çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır.

Her ne kadar, karşılaştırmada kullanılan şirketlerin sektörde belli bir büyüklüğün üzerinde şirketler olduğunu düşünmekle beraber; ilgili şirketlerin esas faaliyet konularının elektrik üretimi olması; kapasitelerinin bir kısmının yurtdışında olması ve çarpanlarının tarihsel olarak değişkenlik gösterdiğini düşündüğümüzden dolayı; uygun bir karşılaştırma olduğu konusunda çekincelerimiz söz konusudur. HAFT raporunda; bu analizden kaynaklı değerlemeye yalnızca 20% ağırlık verilmesi; bu konudaki çekincemizi kısmen dengelemiştir.

Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi: HAFT raporunda; yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve Enerjisa ile faaliyetleri itibariyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası enerji ve altyapı şirketlerinin Firma Değeri / Hasılat ve Firma Değeri / VFAOK çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır. İlgili çarpanlara toplam değerlendirme içinde 80% ağırlık verilmiştir.

Karşılaştırılmada kullanılan şirketler; operasyonlarının yapısı ve yaygınlığı açısından birbirleri arasında farklılık gösterebilmekle beraber; Enerjisa'nın değerlemesi açısından göreceli olarak sağlıklı ve kapsamlı bir yaklaşım oluşturduğunu düşünmekteyiz. İlgili değerlemede "Yatırım Harcamalarının Geri Ödemelerinin", FVAOK hesabına dahil edilmesinin, uluslararası benzer şirketler ile sağlıklı bir kıyaslama yapılabilmesi için makul olduğunu düşünmekteyiz. Nihai fiyat aralığının belirlenmesinde ilgili analize 80% ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.
