

**1 Şubat 2018****1. Amaç**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12 Şubat 2013 tarih ve 5/145 sayılı ilke kararına dayanılarak, TSKB A.Ş. tarafından Tacirler Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin hazırladığı Enerjisa Enerji A.Ş. (Enerjisa, Enerjisa Enerji, Şirket) halka arz fiyat tespit raporunun yöntem, içerik ve varsayımları itibarıyla analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

**2. 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 faaliyetlerini 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. Serbest tüketici limiti 2018 yılı için EPDK tarafından yıllık 2000kWh olarak belirlenmiştir. 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'sini oluşturan yaklaşık 9 milyon perakende müşteriye sahip olan şirket Türkiye'nin önde gelen elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirketlerindedir.

Elektrik dağıtım gerilim düzeyi 36kV altında olan hatlar vasıtasıyla son tüketiciye elektriğin nakli olarak tanımlanmaktadır. EPDK düzenlemeleri uyarınca Türkiye'deki elektrik dağıtım şebekesi, 21 dağıtım bölgesine bölünmüştür. 2009-2013 döneminde 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 ulaşmıştır. Toplam nüfusu 31 Aralık 2016 itibarıyla 20,6 milyon olan Başkent Bölgesi, Ayedaş Bölgesi ve Toroslar Bölgesi ile birlikte Türkiye'nin 79,8 milyon seviyesindeki toplam nüfusunun %25,8'ini temsil etmektedir.

**Enerjisa Dağıtım Bölgeleri**

Şirket	İller	Özelleştirme yılı	Lisans sonu	Özelleştirme Bedeli (mn \$)
Başkent EDAŞ	Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın, Çankırı	2008	2036	1225
AYEDAŞ	İstanbul Asya yakası	2013	2042	1227
Toroslar EDAŞ	Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye, Kilis	2013	2042	1725

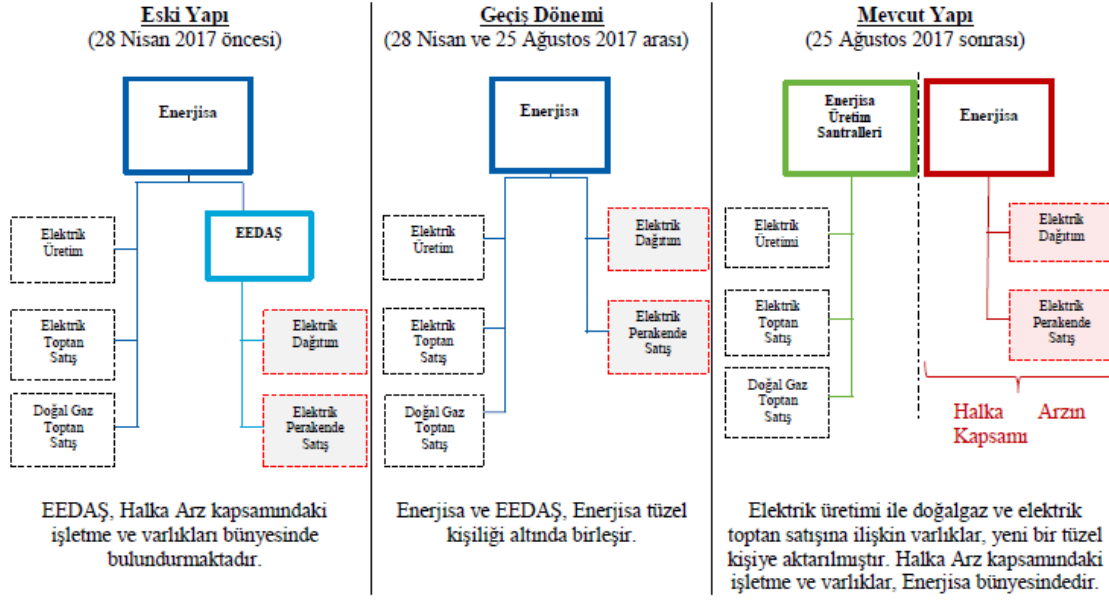


Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Şirketin kurumsal yeniden yapılanması çerçevesinde 28 Nisan 2017'de tamamlanan ilk aşamada EEDAŞ ve Enerjisa birleştirilmiştir. Kurumsal yeniden yapılanmanın 25 Ağustos 2017'de tamamlanan ikinci aşamasında Sabancı Holding ve DD Turkey, Enerjisa Üretim Santralleri A.Ş. adıyla %50'şer paya sahip oldukları yeni bir ortak girişim kurmuşlardır. Kısmi bölünme ile Enerjisa Enerji Üretim, Elektrik Toptan ve Enerjisa Doğalgaz Toptan paylarının %100'ü defter değerleri üzerinden aynı sermaye olarak Enerjisa Üretim Santralleri'ne devredilmiştir.

1 Şubat 2018

Şirket 25 Ağustos 2017 tarihine kadar elektrik üretim, ticaret, satış, dağıtım ve perakende satış iş kollarında ana şirket olarak faaliyet göstermiştir. Birleşme ve bölünme işlemleri sonucunda ise şirketin faaliyet konusu dağıtım ve perakende satış hizmetleridir. Bu faaliyetler özü itibarıyla geçmiş dönemdeki EEDAŞ faaliyetinin aynısı olduğundan şirket de EEDAŞ'ın devamı niteliğindedir.



Enerjisa Sabancı Holding ve DD Turkey'in eşit oranda pay sahibi olduğu bir şirkettir. Sabancı Holding finansal hizmetler, enerji, çimento, perakende ve sanayi alanlarında faaliyet gösteren Sabancı Topluluğunun ana şirketidir. DD Turkey ise E.ON'u temsil eden şirkettir. E.ON Almanya'nın Essen kentinde yer alan bir enerji şirkettir. E.ON'un faaliyetleri üç segmente ayrılmıştır. Bunlar enerji şebekeleri, müşteri çözümleri ve yenilenebilir enerjidir.

Şirketin ortakları Sabancı Holding ve DD Turkey'in farklı bir oy hakkı bulunmamaktadır ve her iki şirket Enerjisa'nın yönetim hakimiyetine ortaklaşa sahiptirler.

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda şirkete doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Sabancı Holding ve DD Turkey eşit miktarlarda olmak üzere ek satış hariç toplam 212,6mn lira nominal değerli hisse satışı yapacaklardır. Şirketin halka açıklık oranı %18 olarak planlanmaktadır. Ek satış hakkı kullanılması durumunda toplam 236,2mn lira nominal değerli hisse satılacak ve halka açıklık oranı %20 olacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelirin kullanımı tamamen halka arzda ortak satışı gerçekleştirecek Sabancı Holding ve DD Turkey'in tasarrufunda olacaktır.

## Ortaklık Yapısı

	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası		Halka arz sonrası (Ek satışla)	
	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)	Sermaye (TL)	Pay (%)
Sabancı Holding	590,534,484	50.00	484,238,277	41.0	472,427,588	40.0
DD Türkiye (E.ON)	590,534,484	50.00	484,238,277	41.0	472,427,588	40.0
Halka Arz	0	0.0	212,592,414	18.0	236,213,792	20.0
Ortak Satışı	0	0.0	212,592,414	18.0	212,592,414	18.0
Ek satış	0	0.0	0	0.0	23,621,378	2.0
<b>Toplam</b>	<b>1,181,068,967</b>	<b>100.0</b>	<b>1,181,068,967</b>	<b>100.0</b>	<b>1,181,068,967</b>	<b>100.0</b>

Kaynak: İzahname

**3. Finansal Bilgiler**

Şirket perakende satış faaliyetini yürütürken, görevli tedarik şirketi konumunda bulunduğu bölgelerdeki mesken müşterileri ile endüstriyel ve ticari müşterilerden oluşan müşteri portföyünden faydalandığına inanmaktadır. 2016'da 32,9TWh, 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde ise 25,5TWh elektrik satışı gerçekleştirmiştir. Şirketin 2016 sonunda 9 milyon olan toplam müşteri sayısı Eylül 2017 sonunda 9,1 milyona ulaşmıştır.

Şirketin perakende satış faaliyetinin fiyatlandırılması müşterilerinin elektrik satın alma koşullarına göre değişiklik göstermektedir. Şirket düzenlemeye tabi müşterilerine EPDK'nın üç ayda bir belirlediği Ulusal Tarife'yi uygulamaktadır. Ulusal Tarife diğer tarife unsurlarının yanısıra yasal düzenlemeyle belirlenen ve enerji tedarik masrafları ve %2,38'lik brüt kar marjını da içeren Perakende Satış Tarifesi ve dağıtım şebekesinin işletme ve bakım giderleri, DVT getirileri, yatırım harcamaları geri ödemeleri ve kayıp kaçak ile genel aydınlanma için enerji tedarik masraflarını içeren bir Dağıtım Tarifesi olmaktadır. Şirket müşteri tabanını genişletmek ve serbest müşterilerden daha yüksek marj elde etme imkanı yakalamak için çok kanallı, marj yaratılmasına dayalı ve sektörlere özgü bir fiyatlandırma stratejisi belirlemiştir. Mevcut tarife döneminde düzenlemeye tabi perakende satış kar marjının enerji maliyetinin %2,38'ile sınırlanması nedeniyle şirket serbest piyasada ve düzenlemeye tabi perakende satışlardan ziyade özellikle mesken ve KOBİ müşterilerine yapılan satışlarda daha yüksek kar marjları elde etmiştir.

Şirketin net satışları 2016 yılında %0,5 düşüşle 9,1 milyar lira, 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde geçen yılın aynı dönemine göre %24,2 artışla 8,6 milyar lira olmuştur. Satışların maliyeti ise 2016'da %8,5 düşüşle 6,5 milyar lira, 2017'nin ilk dokuz aylık döneminde ise %23,1 artışla 6,1 milyar lira olmuştur. 2017/9 döneminde satışların maliyeti hasılatın %72,1'inden %71,4'ne gerilemiştir. Buna bağlı olarak brüt kar marjı %27,9'dan %28,6'ya yükselmiştir.

**Net satışlar (bin TL)**

	2015	2016	2016/9	2017/9
Perakende satış geliri	6,534,463	5,543,040	4,233,745	5,271,754
Perakende satış hizmet geliri	204,659	243,962	185,030	182,578
Dağıtım geliri	2,032,584	2,704,241	2,040,103	2,469,729
Hizmet imtiyaz sözleşmelerinden finansal gelirler	310,955	609,628	459,233	665,392
Diğer satışlar	70,953	2,509	1,303	2,055
Toplam hasılat	9,153,614	9,103,380	6,919,414	8,591,508

Kaynak: İzahname

Şirketin genel yönetim giderleri 2015 ve 2016 yıllarında hasılatının sırasıyla %11,8 ve %13,5'ine, 2017/9 döneminde ise %12,1'ine denk gelmektedir.

Şirketin net dönem karı 2016 yılında %12 artışla 377mn lira, 2017/9 döneminde ise %7,6 artışla 454mn lira olarak gerçekleşmiştir. Net kar marjı 2016 yılında %3,7'den %4,1'e yükselmiş, son durumda %5,3 seviyesindedir.

Eylül 2017 sonu itibarıyla şirketin 7,3 milyar lira net borcu bulunmaktadır. Şirketin ve bağlı ortaklığı Başkent EDAŞ'ın Borsa İstanbul'da işlem gören beş adet tahvil mevcuttur. Bu tahvilin tamamı TÜFE'ye endekslidir ve altı ayda bir kupon ödemelidir.

Şirket yönetimi ilgili mevzuat çerçevesinde hesaplanan dağıtılabilir net dönem karının %100'üne kadar oranda nakit kar payı dağıtmayı hedeflemektedir.

Enerjisa Enerji Bilanço (bin TL)	31 Aralık 2015	31 Aralık 2016	30 Eylül 2017
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2,532,462</b>	<b>2,939,550</b>	<b>3,491,079</b>
Nakit vb	152,103	74,570	155,194
Finansal Varlıklar	455,975	653,754	660,192
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	1,545,331	1,720,529	2,166,983
Diğer Alacaklar	272,263	393,471	208,756
Türev Araçlar	0	3,886	0
Stoklar	63,471	74,459	101,226
Peşin Ödenmiş Giderler	13,412	14,156	197,386
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	5,980	238	1,202
Diğer Dönen Varlıklar	23,927	4,487	140
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>11,488,597</b>	<b>12,191,898</b>	<b>13,506,806</b>
Diğer Alacaklar	382,182	230,735	490,921
Finansal Varlıklar	2,565,064	3,639,552	4,873,333
Maddi Duran Varlıklar	30,850	58,010	85,150
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8,072,256	7,891,350	7,748,097
Peşin Ödenmiş Giderler	1,876	1,516	2,345
Ertelenmiş Vergi Varlığı	278,930	247,703	177,878
Diğer Duran Varlıklar	157,439	123,032	129,082
<b>TOPLAM AKTİFLER</b>	<b>14,021,059</b>	<b>15,131,448</b>	<b>16,997,885</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4,580,790</b>	<b>4,950,759</b>	<b>4,215,754</b>
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	915,335	1,556,770	1,463,482
Uzun Vadeli Finansal Borçların Kısa Vadeli Kısımları	1,000,729	1,541,024	590,717
Diğer Finansal Yükümlülükler	20,630	25,087	29,097
Ticari Borçlar	826,990	1,117,668	1,060,293
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps.Borçlar	15,539	39,230	49,571
Diğer Borçlar	117,718	160,238	112,761
Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	1,188,456	0	0
Türev Araçlar	0	0	37,095
Ertelenmiş Gelirler	173,289	165,733	449,713
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	8,875	6,316	31,165
KV Karşılıklar	167,334	167,879	177,374
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	145,895	170,814	214,486
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5,074,438</b>	<b>5,433,861</b>	<b>7,581,337</b>
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	2,878,000	3,200,000	5,121,987
Diğer Finansal Yükümlülükler	232,392	245,134	262,631
Diğer Uzun Vadeli Borçlar	735,201	880,004	1,068,335
Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	101,624	25,617	4,835
UV Karşılıklar	58,825	56,442	73,106
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1,068,396	1,026,664	1,050,443
<b>ÖZ SERMAYE</b>	<b>4,365,831</b>	<b>4,746,828</b>	<b>5,200,794</b>
Ödenmiş Sermaye	4,389,585	3,964,528	1,181,069
Sermaye Düzeltmesi Farkları	0	0	2,836,364
Diğer Fonlar	4,340	4,340	4,340
Diğer Kapsamlı Gelir veya Gider	-10,813	-7,209	-7,209
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	53,303	139,190	180,038
Geçmiş Yıllar Karları	-406,886	268,586	552,226
Net Dönem Karı	336,302	377,393	453,966
<b>TOPLAM PASİFLER</b>	<b>14,021,059</b>	<b>15,131,448</b>	<b>16,997,885</b>
Kaynak: İzahname			

Enerjisa Enerji Gelir Tablosu (bin TL)	2015	2016	2017/09
<b>SATIŞ GELİRLERİ</b>	<b>9,153,614</b>	<b>9,103,380</b>	<b>8,591,508</b>
Satışların Maliyeti (-)	-7,108,120	-6,500,956	-6,137,141
<b>Brüt Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>2,045,494</b>	<b>2,602,424</b>	<b>2,454,367</b>
Faaliyet Giderleri (-)	-1,079,790	-1,227,836	-1,035,284
Genel Yönetim Giderleri	-1,079,790	-1,227,836	-1,035,284
<b>Net Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>	<b>965,704</b>	<b>1,374,588</b>	<b>1,419,083</b>
Diğer Faaliyetlerden Gelir ve Giderleri	72,573	-102,278	-132,920
<b>Faaliyet Karı veya Zararı</b>	<b>1,038,277</b>	<b>1,272,310</b>	<b>1,286,163</b>
Yatırım Faaliyetlerinden K/Z			
Finansman Gelirleri	-575,370	-758,108	-682,060
<b>Vergi Öncesi Kar/Zarar</b>	<b>462,907</b>	<b>514,202</b>	<b>604,103</b>
Ödenecek Vergi ve Yasal Yükümlülükler (-)	-126,605	-136,809	-150,137
<b>Dönem Karı</b>	<b>336,302</b>	<b>377,393</b>	<b>453,966</b>

Kaynak: İzahname

#### 4. Halka arz bilgileri

**Halka Arz Tarihi** : 1 – 2 Şubat 2018

**Halka Arz Şekli** : Ortak Satışı

**Yöntem** : Fiyat aralığı ile talep toplama

**Fiyat Aralığı** : 6,25 TL – 7,50 TL

**Aracılık Şekli** : En iyi gayret aracılığı

**Ödenmiş Sermaye** : 1.181.068.967 TL

**Halka Arz** : 212.592.414 TL

**Ek Satış** : 23.621.378 TL

**Halka Arz (Ek satışla)** : 236.213.792 TL

**Halka Arz Oranı** : %18

**Halka Arz Oranı (ek satışla)** : %20

Piyasa Değeri	Fiyat (TL)	
	6.25	7.50
Piyasa Değeri (mn TL)	7,381.7	8,858.0
Piyasa Değeri (mn \$)	1,975.2	2,370.3
Halka Arz Büyüklüğü (mn TL)	1,328.7	1,594.4
Halka Arz Büyüklüğü (mn \$)	355.5	426.7
Halka Arz Büyüklüğü (ek satışla, mn TL)	1,476.3	1,771.6
Halka Arz Büyüklüğü (ek satışla, mn \$)	395.0	474.1

**Fiyat istikrarı** : 30 gün süreyle planlanmaktadır.

**Satmama Taahhüdü** : 180 gün (Payların işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün süreyle sermaye artırımını yapılmaması, yeni bir satış veya halka arz yapılmamasına karar verilmiştir. Fiyat istikrarı neticesinden elde edilebilecek paylar bu taahhüt dışındadır)

1 Şubat 2018

BIST kodu	: ENJSA															
Tahsisatlar	:															
	<table border="1"> <thead> <tr> <th>Yatırımcı Grubu</th> <th>Tahsisat (TL)</th> <th>Halka arz içindeki payı</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar</td> <td>10,629,621</td> <td>5%</td> </tr> <tr> <td>Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar</td> <td>21,259,242</td> <td>10%</td> </tr> <tr> <td>Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar</td> <td>180,703,551</td> <td>85%</td> </tr> <tr> <td><b>Toplam</b></td> <td><b>212,592,414</b></td> <td><b>15%</b></td> </tr> </tbody> </table>	Yatırımcı Grubu	Tahsisat (TL)	Halka arz içindeki payı	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	10,629,621	5%	Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	21,259,242	10%	Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	180,703,551	85%	<b>Toplam</b>	<b>212,592,414</b>	<b>15%</b>
Yatırımcı Grubu	Tahsisat (TL)	Halka arz içindeki payı														
Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar	10,629,621	5%														
Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar	21,259,242	10%														
Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar	180,703,551	85%														
<b>Toplam</b>	<b>212,592,414</b>	<b>15%</b>														
	Kaynak: İzahname															

### 5. Değerleme çalışması hakkında

Enerjisa halka arzında 1 TL nominal değerli payın satış fiyatı için 6,25 TL – 7,50 TL aralığı belirlenmiştir. Fiyat tespitinde Borsa İstanbul’da oluşan piyasa çarpanları ve uluslararası piyasalarda oluşan piyasa çarpanları olmak üzere iki çeşit Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde aşağıda belirtilen çarpanlar kullanılmıştır.

- FD/Net Satış (firma değeri/net satış) çarpanı
- FD/FAVÖK (firma değeri/FAVÖK) çarpanı

Borsa İstanbul’da işlem gören şirketler arasında Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetinde bulunan bir şirket yoktur. Enerji sektöründe halka açık şirketlerden Zorlu Enerji ve Aksa Enerji’nin Enerjisa ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüştür. Zorlu Enerji’nin FD/N. Satış çarpanı 2,0x seviyesinin üzerinde olduğu için ortalama hesabında dikkate alınmamıştır. Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin FD/N. Satış çarpanı ortalama olarak 1,55x, FD/FVAÖK çarpanı ortalama olarak 12,29 olarak alınmıştır.

Enerjisa ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası şirketlerin ortalama FD/N. Satış çarpanı 3,07x olurken, çarpan değeri 1,0x ile 1,8x arasında olan şirketlerin ortalaması ise 1,46x seviyesindedir. Bu şirketlerin ortalama FD/FVAÖK çarpanı ise 9,69x’dur.

Çarpan Analizi	FD/N. Satış	Ağırlık	FD/FVAÖK	Ağırlık
<b>Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları</b>				
Zorlu Enerji	3.14	0%	11.98	2/3
Aksa Enerji	1.55	100%	12.92	1/3
<b>Ağırlıklı Ortalama</b>	<b>1.55</b>		<b>12.29</b>	
<b>Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları</b>				
Enel SpA	1.53		8.05	
National Grid plc	3.51		10.95	
Gas Natıral SDG SA	1.62		9.30	
Endesa SA	1.27		7.73	
Innogy SE	0.83		10.04	
PPL Corporation	5.64		10.21	
SSE plc	0.69		8.77	
Power Grid Corporation of India Limited	8.56		9.60	
Terna Rete Elettrica Nazionale SpA	8.35		11.54	
ENN Energy Holdings Limited	1.53		10.38	
Equatorial Energia SA	1.89		10.63	
Energia SA	1.34		9.06	
<b>Aritmetik Ortalama</b>	<b>3.07</b>		<b>9.69</b>	
<b>Seçilmiş Aritmetik Ortalama</b>	<b>1.46</b>		<b>9.69</b>	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## 1 Şubat 2018

Enerjisa'nın son 12 aylık hasılat değeri 10,77 milyar lira seviyesindedir. İşletme Hakkı Devri sözleşmeleri uyarınca dağıtım şebekesini oluşturan maddi duran varlıkların sahipliği TEDAŞ'ta kalmıştır. Bu nedenlerle Enerjisa'nın elektrik dağıtım faaliyetleri kapsamında yaptığı yatırım harcamaları TFRS Yorum 12 gereğince maddi duran varlık veya maddi olmayan duran varlık hesaplarında değil, zorunlu olarak finansal varlık hesabında muhasebeleştirilmektedir. Böylece Enerjisa'nın yaptığı yatırımlardan elde ettiği geri ödemeler K/Z tablolarına yansımamakta, ancak nakit akım tablosunda nakit giriş kalemi olarak yer almaktadır. Bu nedenle söz konusu yatırım harcamaları geri ödemelerinin FVAÖK ile birlikte değerlendirilmesinin daha uygun olacağı düşünülmüştür. Bu hesaplama göre şirketin son 12 aylık FVAÖK ve yatırım harcamaları geri ödemeleri toplamı 2,27 milyar lira seviyesindedir. Enerjisa'nın 30 Eylül 2017 sonu itibarıyla net borç pozisyonu 7,3 milyar lira olarak hesaplanmıştır.

**Enerjisa Değerleri (bin TL)**

	<b>Son 12 Ay</b>
Net Satışlar	10,775,474
FVAÖK	1,714,972
Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	555,009
FVAÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri Toplamı	2,269,981
<b>Net Borç Pozisyonu</b>	<b>7,312,720</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine göre bulunan değerlerle sonuç değere ulaşılmasında Borsa İstanbul şirketlerinde 1/5 ağırlık verilmiştir. Bunun nedeni sadece iki benzer şirket olması, uluslararası benzer şirket sayısının ise on iki olmasıdır.

**Enerjisa Firma Değeri Hesaplaması**

	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
FD/N. Satış	1.55	1.46
Enerjisa Hasılatı	10,755,474	
<b>Enerjisa Firma Değeri</b>	<b>16,701,985</b>	<b>15,732,192</b>
Enerjisa Net Borç Pozisyonu	7,312,720	
<b>Enerjisa Özsermaye Değeri</b>	<b>9,389,265</b>	<b>8,419,472</b>
Enerjisa Ödenmiş Sermayesi	1,181,069	
<b>Hisse Başı Değer (TL)</b>	<b>7.95</b>	<b>7.13</b>
Ağırlık	1/5	4/5
<b>Hisse Başına Ağırlıklı Ortalama Değer (TL)</b>	<b>7.29</b>	

FD/FVAÖK	12.29	9.69
Enerjisa'nın FVAÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	2,269,981	
<b>Enerjisa Firma Değeri</b>	<b>27,898,066</b>	<b>21,996,116</b>
Enerjisa Net Borç Pozisyonu	7,312,720	
<b>Enerjisa Özsermaye Değeri</b>	<b>20,585,346</b>	<b>14,683,396</b>
Enerjisa Ödenmiş Sermayesi	1,181,069	
<b>Hisse Başı Değer (TL)</b>	<b>17.43</b>	<b>12.43</b>
Ağırlık	1/5	4/5
<b>Hisse Başına Ağırlıklı Ortalama Değer (TL)</b>	<b>13.43</b>	

<b>Hisse Başına Ortalama Sonuç Değer (TL)</b>	<b>10.36</b>
---	--------------

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**1 Şubat 2018**

---

Borsa İstanbul'dan ve uluslararası benzer şirketler ile FD/N. Satış ve FD/FVAÖK çarpanlarıyla yapılan değerlendirme çalışması sonucunda Enerjisa için 10,36 lira hisse başına değer hesaplanmıştır. Buna göre halka arzda talep toplama için ilan edilen 6,25 – 7,50 fiyat aralığının %39,7 - % 27,6 arasında iskonto içerdiği belirtilmiştir.

## **6. Değerlendirme**

Fiyat tespit raporunda şirket değerlemesi için kullanılan benzer şirket yöntemlerine dair hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

Enerjisa Enerji'nin değerlemesinde çarpan analizinin kullanılmış olmasını uygun bulmaktayız. Şirketin yoğun düzenleme içeren bir sektörde faaliyet göstermesi nedeniyle ileriye dönük tahmin yapmanın zorluğu göz önüne alındığında diğer değerlendirme yöntemi olan İndirgenmiş Nakit Akımları analizinin kullanılmaması anlaşılmaktadır. Ancak yatırımcıya bilgi sunmak anlamında tahminler verilse ve bu analize göre de şirket değerlemesi yapılmış olsaydı daha faydalı olabilirdi diye düşünüyoruz.

Borsa İstanbul'da sadece elektrik dağıtımını yapan şirket bulunmamaktadır. Bu nedenle çarpan analizinde yurtiçi şirketlerin ağırlığının nispeten düşük alınmasının yatırımcının lehine bir durum oluşturduğu görülmektedir. Fakat yurtdışından seçilen benzer şirketlerin çoğunun dağıtımın yanı sıra üretim faaliyetinin de olduğu ve bu durumun değerlemeyi etkilemiş olabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.

## **7. Sonuç**

Sonuçta fiyat tespit raporunda kullanılan emsal karşılaştırmasına dayanan piyasa çarpanları yöntemini şirket değeri açısından kabul edilebilir bir sonuca ulaşılmasında isabetli bir seçim olarak görmekteyiz. Halka arz fiyatının makul sınırlarda olduğunu düşünmekteyiz.



# TSKB

## Ekonomik Arařtırmalar M¼d¼rl¼ę¼

research@tskb.com.tr

MECLİSİ MEBUSAN CAD. NO 81

FINDIKLI İSTANBUL 34427, TÜRKİYE

tel: (90) 212 334 50 50 faks: (90) 212 334 52 34

2018 Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. her hakkı mahfuzdur.

Bu doküman Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş.'nin yatırım bankacılığı faaliyetleri kapsamında, kişisel kullanıma yönelik olarak ve bilgi için hazırlanmıştır. Bu dokümana dayalı herhangi bir işlem yapılması tarafımızdan öngör¼len bir husus değildir. Belirtilen görüşler sadece bizim güncel görüşlerimizdir. Bu raporda yer alan bilgileri makul bir esasa dayalı olarak güncelleştirirken, bu konuda mevzuat, uygunluk veya diğer başka nedenlerle amaca uygunluk tam olarak sağlanamamış olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları veya çalışanları, burada belirtilen senetleri ihraç edenlere ait menkul kıymetlerle ilgili olarak bir pozisyon almış olabilir veya alabilir; menkul kıymetler üzerinde opsiyonları olabilir veya ilgili diğer bir yatırıma girebilir; bu menkul kıymetleri ihraç eden firmalara danışmanlık yapmış, hisselerinin halka arzına aracılık veya yüklenim taahh¼d¼nde bulunmuş olabilir.

Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve/veya bağlı kuruluşları bu raporda belirtilen herhangi bir şirket için yatırım bankacılığı da dahil olmak üzere önemli tavsiyeler veya yatırım hizmetleri sağlıyor veya sağlamış olabilir.

Bu raporun ilgili olduğu yatırım fiyatı veya değeri, direkt veya indirekt olarak, yatırımcıların menfaatlerine ters düşebilir. Döviz kurlarındaki herhangi bir değişmenin yatırımın değeri veya fiyatı veya bu yatırımdan sağlanan gelir üzerinde olumsuz bir etkisi olabilir. Geçmişteki performans her zaman gelecekteki performansın kılavuzu olacak demek değildir. Yatırım geliri dalgalanma gösterebilir.

Bu rapor kamuya açık bilgilere dayalıdır. Doğru veya tamam olmayan hiçbir beyan yapılmamıştır. Bu rapor söz konusu menkul kıymetlerin alınması veya satılması için bir teklif, yorum ya da yatırım tavsiyesi değildir veya bu menkul kıymetlerin alınıp satılmasına yönelik bir teklif için de bir istek veya zorlama değildir. Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. ve kendisiyle bağlantılı olan diğerleri bahsedilen şirketlerin menkul kıymetleriyle ilgili pozisyon alabilirler veya bu menkul kıymetlerle ilgili işlem yapabilirler, ayrıca bu şirketler için yatırım bankacılığı hizmetleri de verebilirler.

Herhangi bir yatırım kararı yatırımcının tamamıyla kendi kişisel seçimine dayanmalıdır. Bu rapordaki bilgiler herhangi bir yatırım tavsiyesi olmayıp, raporda yer alan firmalara yatırım yapılmasından ötür¼ Türkiye Sınai Kalkınma Bankası A.Ş. hiç bir sorumluluk kabul etmez.

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



Türkiye Sınai Kalkınma Bankası  
www.tskb.com.tr

T: +90 212 334 50 50 F: +90 212 334 52 34

E: info@tskb.com.tr   