



**ENERJİSA**

## Enerjisa Enerji A.Ş.

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş**

30 Ocak 2018

**İŞ YATIRIM**



## İçindekiler

1	Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler.....	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi .....	5
3	Finansal Durum.....	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi .....	8
5	Görüş .....	9

**Önemli Not:**

*İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Tacirler Yatırım") Enerjisa Enerji A.Ş. ("Enerjisa", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili ihraççı bilgi dokümanı ve sermaye piyasası aracı notu incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.*

## 1 Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

**Tablo 1** Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

<b>Halka Arz Öncesi Sermaye</b>	1.181.068.967,12 TL
<b>Halka Arz Sonrası Sermaye</b>	1.181.068.967,12 TL
<b>Halka Arz Toplamı (Nominal)</b>	212.592.414 TL
<i>Ortak Satışı (Nominal)</i>	212.592.414 TL
<b>Halka Açıklık Oranı</b>	%18, Talep Halinde %2 Ek Satış
<b>Tahsisat</b>	
Yurtiçi Kurumsal	%10
Yurtiçi Bireysel	%5
Yurtdışı Yerleşik Kurumsal	%85
<b>Aracı Kurum</b>	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
<b>Halka Arz Satış Yöntemi</b>	Fiyat Aralığı Talep Toplama
<b>Aracılık Yöntemi</b>	En İyi Gayret Aracılığı
<b>Fiyat Aralığı</b>	6,25 – 7,50 TL
<b>Lock-up (Satmama Taahhüdü)</b>	Ortaklar sahip oldukları payları 180 gün boyunca satmama taahhüdünde bulunmuştur.
<b>Temettü Planı</b>	Türkiye Finansal Raporlama Sistemi'ne göre hesaplanan net kar rakamının %60'ının dağıtılacağı taahhüt edilmektedir.
<b>(Planlanan) Talep Toplama Tarihi</b>	1-2 Şubat 2018

*Kaynak: Tacirler Yatırım*

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda verilmektedir:

**Tablo 2** Ortaklık Yapısı

	Pay Grubu	Arz Öncesi		Arz Sonrası (Ek Satış Olmaksızın)		Arz Sonrası (Ek Satış)	
		Pay Tutarı	Pay Oranı	Pay Tutarı	Pay Oranı	Pay Tutarı	Pay Oranı
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	A	590.534.484	50,00%	484.238.277	41,00%	472.427.587	40,00%
DD Turkey Holdings S.A.R.L.	A	590.534.484	50,00%	484.238.277	41,00%	472.427.587	40,00%
Halka Arz	B			212.592.414	18,00%	236.213.793	20,00%
<b>Toplam</b>	<b>A</b>	<b>1.181.068.967</b>	<b>100,00%</b>	<b>968.476.553</b>	<b>82,00%</b>	<b>944.855.174</b>	<b>80,00%</b>
	<b>B</b>			<b>212.592.414</b>	<b>18,00%</b>	<b>236.213.793</b>	<b>20,00%</b>

## 2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

- Enerjisa Üretim A.Ş.;;
  - Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın ve Çankırı illerini kapsayan Başkent Bölgesi'nde faaliyet gösteren Başkent EDAŞ'a 2009 yılında 1.225 mn \$,
  - İstanbul ilinin Asya yakasındaki ilçelerinin kapsayan Avrupa Yakası EDAŞ'a 2013 yılında 1.227 mn \$,
  - Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerini kapsayan Toroslar Bölgesi'nde faaliyet gösteren Toroslar EDAŞ'a 2013 yılında 1.725 mn \$ teklif ederek özelleştirme ihalelerini kazanmıştır. *(Kaynak: İzahname)*
- Özelleştirilen elektrik dağıtım şirketleri 2013 yılında ayrıştırılarak elektrik dağıtım faaliyetleri ve perakende elektrik satış faaliyetleri ayrı şirket çatılarına alınmıştır. *(Kaynak: İzahname)*
- Şirket'in elektrik dağıtım faaliyetlerini Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ, elektrik perakende satış faaliyetlerini ise Başkent EPSAŞ, AYESAŞ 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. Şirket'in faaliyet gösterdiği bölgelerde, başkent Ankara, ülkemizin en büyük kenti olan İstanbul'un Asya yakası ve Adana, Gaziantep ve Mersin gibi ülkemizin nüfus yoğunluğu yüksek önemli sanayi ve ticaret kentleri yer almaktadır. 31 Aralık 2016 itibarıyla, Türkiye'deki dağıtım bağlantı noktalarının yaklaşık %25,6'sını oluşturan yaklaşık 10,5 mn dağıtım bağlantı noktasına ve Türkiye'de perakende elektrik satın alan tüketicilerin yaklaşık %22,0'ını oluşturan yaklaşık 9 milyon perakende müşteriye sahip olan Şirket, Türkiye'nin önde gelen elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirketlerindedir. *(Kaynak: İzahname)*
- Dağıtım hizmeti, 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. *(Kaynak: İzahname)*
- Perakende satış şirketleri, görevli tedarik şirketi olarak münhasıran Şirket'in dağıtım bölgelerinde bulunan serbest tüketici limit altındaki müşterilere perakende elektrik satış hizmeti vermekte; buna ek olarak hem kendi bölgelerindeki hem de Türkiye'nin diğer bölgelerindeki serbest tüketicilere, herhangi bir bölge kısıtlaması olmaksızın elektrik satışı yapabilmektedirler. 2018 yılı için EPDK tarafından belirlenmiş olan serbest tüketici limit yıllık 2.000 kWh'dir. Şirket, perakende satış faaliyetlerini yürütürken, görevli tedarik şirketi konumunda bulunduğu bölgelerdeki mesken müşterileri ile endüstriyel ve ticari müşterilerden oluşan dengeli bir müşteri portföyünden faydalandığına inanmaktadır. 31 Aralık 2016'da sona eren yılda yaklaşık 32,9 TWh ve 30 Eylül 2017'de sonra eren dokuz aylık dönemde yaklaşık 25,5 TWh elektrik satışı yapan Şirket, Başkent, Ayedaş ve Toroslar bölgelerini kapsamakta ve satış hacmi açısından Türkiye'nin lider elektrik perakende şirketi konumunda bulunmaktadır. *(Kaynak: İzahname)*
- Şirket'in toplam müşteri sayısı, 31 Aralık 2016 itibarıyla yaklaşık 9,0 milyona ve 30 Eylül 2017 itibarıyla 9,1 milyona (sırasıyla yaklaşık 1,0 milyon ve 0,9 milyon aktif olmayan müşteriler de dahil olmak üzere) ulaşmıştır. Şirket, müşteri sayısı açısından pazar lideri konumunun, ölçek ekonomisiyle ve marka tanınırlığıyla birlikte kendisine rekabet üstünlüğü sağladığına inanmaktadır. 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. *(Kaynak: İzahname)*

### 3 Finansal Tablolar

**Tablo 3** Enerjisa Bilanço

(mn TL)	31.Ara.14	31.Ara.15	31.Ara.16	30.Eyl.17
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2.242,0</b>	<b>2.532,5</b>	<b>2.939,6</b>	<b>3.491,1</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	112,7	152,1	74,6	155,2
Finansal Varlıklar	312,9	456,0	653,8	660,2
Ticari Alacaklar	1.471,4	1.545,3	1.720,5	2.167,0
Diğer Alacaklar	217,7	272,3	393,5	208,8
Türev Araçlar	-	-	3,9	-
Stoklar	55,2	63,5	74,5	101,2
Peşin Ödenmiş Giderler	12,0	13,4	14,2	197,4
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	20,3	6,0	0,2	1,2
Diğer Dönen Varlıklar	39,8	23,9	4,5	0,1
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>10.521,5</b>	<b>11.488,6</b>	<b>12.191,9</b>	<b>13.506,8</b>
Diğer Alacaklar	302,5	382,2	230,7	490,9
Finansal Varlıklar	1.469,3	2.565,1	3.639,6	4.873,3
Maddi Duran Varlıklar	0,1	30,9	58,0	85,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.281,0	8.072,3	7.891,4	7.748,1
Peşin Ödenmiş Giderler	4,1	1,9	1,5	2,3
Ertelenmiş Vergi Varlığı	348,1	278,9	247,7	177,9
Diğer Duran Varlıklar	116,3	157,4	123,0	129,1
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>12.763,5</b>	<b>14.021,1</b>	<b>15.131,4</b>	<b>16.997,9</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3.294,2</b>	<b>4.580,8</b>	<b>4.950,8</b>	<b>4.215,8</b>
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	762,2	915,3	1.556,8	1.285,8
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülüklerin Kısa Vadeli Kısımları	43,2	1.000,7	1.541,0	590,7
Diğer Finansal Yükümlülükler	17,2	20,6	25,1	29,1
Ticari Borçlar	816,5	827,0	1.117,7	1.238,0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	21,4	15,5	39,2	49,6
Diğer Borçlar	36,5	117,7	160,2	112,8
Türev Araçlar	-	-	-	37,1
Özelleştirme İdaresine Borçlar	1.237,7	1.188,5	-	-
Ertelenmiş Gelirler	75,2	173,3	165,7	449,7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	8,9	6,3	31,2

Kısa Vadeli Karşılıklar	163,7	167,3	167,9	177,4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	120,6	145,9	170,8	214,5
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.429,0</b>	<b>5.074,4</b>	<b>5.433,9</b>	<b>7.581,3</b>
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	2.098,0	2.878,0	3.200,0	5.122,0
Diğer Finansal Yükümlülükler	239,7	232,4	245,1	262,6
Diğer Borçlar	608,1	735,2	880,0	1.068,3
Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	1.176,1	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	158,4	101,6	25,6	4,8
Uzun Vadeli Karşılıklar	38,6	58,8	56,4	73,1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.110,2	1.068,4	1.026,7	1.050,4
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.040,3</b>	<b>4.365,8</b>	<b>4.746,8</b>	<b>5.200,8</b>
Ödenmiş Sermaye	4.389,6	4.389,6	3.964,5	1.181,1
Sermaye Düzeltme Farkları	-	-	-	2.836,4
Diğer Fonlar	4,3	4,3	4,3	4,3
Kar veya Zarada Yeniden Sınıflandıramayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	(10,8)	(7,2)	(7,2)
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	53,3	53,3	139,2	180,0
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	(130,2)	(406,9)	268,6	552,2
Net Dönem Karı/(Zararı)	(276,7)	336,3	377,4	454,0
<b>TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>12.763,5</b>	<b>14.021,1</b>	<b>15.131,4</b>	<b>16.997,9</b>

*Kaynak: İzahname*

#### **Bilançoya İlişkin Yorumlar**

Finansal varlıklar ve maddi olmayan duran varlıklar, elektrik dağıtım şirketlerinin hizmet imtiyaz sözleşmelerine göre sözleşme süresi boyunca oluşabilecek tahmini nakit girişlerinin bugünkü değerini yansıtmaktadır. 2014 yılsonu itibarıyla toplam 10,5 milyar TL seviyesinde olan finansal varlıklar ve maddi olmayan duran varlıkların toplamı, 2016 yılsonu itibarıyla 12,2 milyar TL'ye ulaşmıştır. Finansal varlıkların ve dolayısıyla tahmini nakit girişlerinin bugünkü değerinin yıllık bileşik ortalama %7,8 büyümesinin temel sebebi dağıtım ağına yapılan yatırımlar ve gelir gereksinimine konu "Reel Makul Getiri Oranının" (2011-2015:%9,97, 2016-2017:%11,91, 2018-2020:%13,61) artışı olmuştur.

Ticari alacaklardaki artış satışların artışına paralel artmış olup, 2014-2016 periyodunda yıllık bileşik %8,1 artmıştır.

**Tablo 4** Enerjisa Gelir Tablosu

(mn TL)	1 Ocak-31 Aralık 2014	1 Ocak-31 Aralık 2015	1 Ocak-31 Aralık 2016	1 Ocak-30 Eylül 2016	1 Ocak-30 Eylül 2017
Hasılat	8.064	9.154	9.103	6.919	8.592
Satışların Maliyeti	(6.754)	(7.108)	(6.501)	(4.986)	(6.137)
Brüt Kar	1.311	2.045	2.602	1.933	2.454
Genel Yönetim Giderleri	(967)	(1.080)	(1.228)	(816)	(1.035)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	104	123	145	105	116
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(140)	(51)	(247)	(150)	(249)
Finansman Gelirleri/(Giderleri) Öncesi Faaliyet Karı	308	1.038	1.272	1.072	1.286
Finansman Gelirleri	69	31	40	35	73
Finansman Giderleri	(640)	(607)	(798)	(557)	(755)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	(264)	463	514	550	604
Dönem Vergi Gideri	(51)	(97)	(148)	(125)	(57)
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	38	(30)	11	(3)	(94)
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/(Zararı)	(277)	336	377	422	454
Kar veya Zarada Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	(11)	4	-	-
Toplam Gelir/(Gider)	(277)	325	381	422	454
FAVÖK	779	1.432	1.938	1.560	1.957
FAVÖK Marjı	9,7%	15,6%	21,3%	22,5%	22,8%

Kaynak: İzahname

#### 4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan “Enerjisa Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu” değerlendirme amacıyla iki ana yöntem kullanılmıştır.

- Borsa İstanbul’da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi ve,
- Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi.

##### **Borsa İstanbul’da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi**

“Borsa İstanbul’da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi” kapsamında Enerjisa ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin Firma Değeri/Hasılat (FD/Hasılat) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları baz alınmıştır. Karşılaştırılabilir kabul edilen şirketler;

- Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve,
- Aksa Enerji Üretim A.Ş. olmuştur.



**Tablo 5** Piyasa Büyüklükleri (5 Ocak 2018)

(mn TL)	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: Tacirler Yatırım

**Tablo 6** Finansal Veriler (1 Ekim 2016 – 30 Eylül 2017)

(mn TL)	Hasılat	FAVÖK
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	2.934	770
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	3.531	424

Kaynak: Tacirler Yatırım

**Tablo 7** FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları

	FD/Hasılat	FD/FAVÖK
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	3,14x	11,98x
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	1,55x	12,92x

Kaynak: Tacirler Yatırım

- Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’ne ait “FD/Hasılat” çarpanı 2.0x’in üzerinde kaldığı için hesaplama katılmamıştır.
- “FD/FAVÖK” çarpanı için, halihazırda bünyesinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri bulunduran Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.’nin ağırlığı 2/3, Aksa Enerji Üretim A.Ş.’nin ağırlığı ise 1/3 alınmıştır.

**Tablo 8** Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları

FD/Hasılat	1,55x
FD/FAVÖK	12,29x

Kaynak: Tacirler Yatırım

#### **Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi**

“Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi” kapsamında Enerjisa ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin Firma Değeri/Hasılat (FD/Hasılat) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları baz alınmıştır. Karşılaştırılabilir kabul edilen şirketler;

- Enel S.p.A.,
- National Grid plc,
- Gas Natural SDG S.A.,
- Endesa S.A.,
- Innogy SE,
- PPL Corporation,
- SSE plc,
- Power Grid Corporation of India Limited,
- Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.,

- ENN Energy Holdings Limited,
- Equatorial Energia S.A.,
- Energisa S.A. olmuştur.

**Tablo 9** Piyasa Büyüklükleri (5 Ocak 2018)

(mn ABD \$)	Piyasa Değeri	Net Borç Pozisyonu	Firma Değeri
Enel S.p.A.	65.323	67.284	132.608
National Grid plc	39.672	33.828	73.500
Gas Natural SDG S.A.	24.977	22.985	47.963
Endesa S.A.	23.300	6.081	29.381
Innogy SE	22.514	18.726	41.239
PPL Corporation	21.308	20.198	41.506
SSE plc	18.165	9.953	28.118
Power Grid Corporation of India Limited	16.605	18.170	34.775
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	12.078	9.240	21.317
ENN Energy Holdings Limited	7.336	2.045	9.381
Equatorial Energia S.A.	4.037	981	5.018
Energisa S.A.	3.427	2.007	5.434

*Kaynak: Tacirler Yatırım*

**Tablo 10** Finansal Veriler (son 12 Ay, 5 Ocak 2018 İtibarıyla)

(mn ABD \$)	Hasılat	FAVÖK
Enel S.p.A.	86.499	16.466
National Grid plc	20.940	6.711
Gas Natural SDG S.A.	29.537	5.157
Endesa S.A.	23.065	3.803
Innogy SE	49.495	4.109
PPL Corporation	7.353	4.066
SSE plc	40.633	3.205
Power Grid Corporation of India Limited	4.061	3.623
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	2.553	1.848
ENN Energy Holdings Limited	6.148	904
Equatorial Energia S.A.	2.655	472
Energisa S.A.	4.046	600

*Kaynak: Tacirler Yatırım*

**Tablo 11** FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları

	FD/Hasılat	FD/FAVÖK
Enel S.p.A.	1,53	8,05
National Grid plc	3,51	10,95
Gas Natural SDG S.A.	1,62	9,30
Endesa S.A.	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 S.p.A.	8,35	9,99
ENN Energy Holdings Limited	1,53	10,38
Equatorial Energia S.A.	1,89	10,63
Energisa S.A.	1,34	9,06

Kaynak: Tacirler Yatırım

- “FD/Hasılat” çarpanı için çarpan değeri 1,0x ile 1,8x arasında olan firmaların çarpanlarının aritmetik ortalaması baz alınmıştır. “FD/Hasılat” çarpanı 1,46x olarak hesaplanmıştır.
- “FD/FAVÖK” çarpanı aritmetik ortalama alınarak hesaplanmış olup sonu. 9,56x olmaktadır.

**Tablo 12** Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Firmaların “FD/Hasılat” ve “FD/FAVÖK” Çarpanları

FD/Hasılat	1,46x
FD/FAVÖK	9,56x

Kaynak: Tacirler Yatırım

#### Enerjisa Enerji A.Ş. Hisse Değeri Analizi

Enerjisa Enerji A.Ş.’nin geçmiş dönem hasılat, FAVÖK ve net borç pozisyonu aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

**Tablo 13** Enerjisa Hasılat ve FAVÖK Değerleri

(mn TL)	2017/9 Ay	2016/ 12 Ay	2016/ 9 Ay	Son 12 Ay
Hasılat	8.592	9.103	6.919	10.775
FAVÖK	1.458	1.490	1.233	1.715
Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	444	443	332	555
FAVÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	1.902	1.933	1.566	2.270

Kaynak: Tacirler Yatırım

Tarife yapısı gereği dağıtım şirketleri baz varlık tabanının ve yapılan yatırımların itfası gelir gereksinimi aracılığıyla yatırım harcamaları geri ödemeleri olarak geri almaktadır. Bu nedenle Enerjisa Enerji Üretim A.Ş. FAVÖK değeri yerine FAVÖK ve yatırım harcamaları geri ödemeleri toplamı “FD/FAVÖK” çarpanı analizinde baz alınmıştır.

**Tablo 14** Enerjisa Net Borç Pozisyonu

(mn TL)	30 Eylül 2017
Toplam Finansal Yükümlülükler	7.468
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	2.083
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	5.385
Nalıt ve Nakit Benzerleri	155
Net Borç Pozisyonu	7.313

Kaynak: Tacirler Yatırım

Çarpan analizlerinde, Borsa İstanbul’da benzer şirketlerin sayısının 2, uluslararası benzer şirketlerin sayısının ise 12 olması sebebiyle Borsa İstanbul’da işlem gören şirketlerin çarpanlarına “1/5”, uluslararası piyasalarda işlem göre şirketlerin çarpanlarına “4/5” ağırlık verilmiştir.

**Tablo 15** Enerjisa FD/Hasılat Çarpanı Analizi Sonucu

(mn TL)	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı (x)	1,55	1,46
Enerjisa'nın Hasılatı	10.775	
Enerjisa'nın FD	16.702	15.732
Enerjisa Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017)	7.313	
Enerjisa Özsermaye Değeri	9.389	8.419
Enerjisa'nın Ödenmiş Sermayesi	1.181	
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	7,95	7,13
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	1/5	4/5
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	7,29	

Kaynak: Tacirler Yatırım

**Tablo 16** Enerjisa FD/FAVÖK Çarpanı Analizi Sonucu

(mn TL)	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı (x)	12,29	9,56
Enerjisa'nın FAVÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	2.270	
Enerjisa'nın FD	27.898	21.701
Enerjisa Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017)	7.313	
Enerjisa Özsermaye Değeri	20.585	14.388
Enerjisa'nın Ödenmiş Sermayesi	1.181	
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	17,43	12,18
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	1/5	4/5
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	13,23	

Kaynak: Tacirler Yatırım

**Tablo 17** Enerjisa 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri

(TL)	FD/Hasılat	FD/FAVÖK
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	7,29	13
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ortalama Değer	10,26	

Kaynak: Tacirler Yatırım

**Tablo 18** Enerjisa Halka Arz Fiyat Aralığının Değerleme Sonucuna Göre İskonto Oranı

(TL)	Taban Fiyat	Fiyat Aralığının Ortası	Tavan Fiyat
Enerjisa Enerji A.Ş.'nin Halka Arz Fiyat Aralığı	6,25	6,875	7,50
Değerleme Sonucu		10,26	
İskonto Oranı	39,1%	33,0%	26,9%

Kaynak: Tacirler Yatırım

## 5 Görüş

İş Yatırım tarafından Tacirler Yatırım'ın hazırladığı değerlendirme çalışması incelenmiştir. Değerleme çalışmasına ilişkin yorumlarımız aşağıda yer almaktadır.

- Enerjisa Enerji A.Ş. uhdesinde bulunan elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirketlerinin gelir yapısı EPDK tarafından belirlenen düzenlemelere tabi olduğu için, bu düzenlemelere bağlı hazırlanacak projeksiyonların hazırlanmasının ve hisse değeri bulunurken İndirgenmiş Nakit Akımı Analizinin kullanılmasının çarpan analizine göre daha faydalı olacağı ve daha doğru bir sonuç göstereceği görüşündeyiz. Elektrik dağıtım faaliyetlerinin tarife yapısının , elektrik üretim şirketlerinden çok farklı olması ve regülasyonların ülkeden ülkeye farklılıklar göstermesi nedenleri ile çarpan değerlemesinde kullanılabilir, sadece elektrik dağıtım ve perakendecilik faaliyetlerinde bulunan uygun benzer şirket tespiti kolay olmamaktadır. Bu durum, Enerjisa Enerji A.Ş. değerlemesinde, indirgenmiş nakit akımı analizi yapılması gerekliliğinin temelini oluşturmaktadır.
- Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerde sadece Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. uhdesinde elektrik üretim faaliyetlerine ek olarak elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış faaliyetinin bulunması, Aksa Enerji Üretim A.Ş.'nin sadece enerji üretim şirketleri içeriyor olması ve elektrik dağıtım ve perakendecilik faaliyetinde bulunmuyor olması sebebiyle, çarpan analizi açısından güçlü bir emsal oluşturmadığı kanaatindeyiz. Öte yandan uluslararası piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin tarife yapılarının farklı olması, elektrik dağıtım ve elektrik perakende faaliyetleri haricinde diğer faaliyetleri de içeriyor olması sebebiyle, çarpan analizine uygunluk açısından benzer sorunlara sahip olduğunu düşünmekteyiz. Bununla birlikte, indirgenmiş nakit akımı analizi yapabilmek için ihtiyaç duyulan geleceğe dönük tahminlerin izahnamede verilmemiş olması nedeni ile tam olarak uygun olmasa da benzer şirketler ile bir çarpan analizi yapılması yaklaşımının kullanılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerden Aksa Enerji Üretim A.Ş. elektrik dağıtım ve perakende hizmetlerini içermediği için analiz dışında bırakılmalıdır. Bu durumda Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler "FD/Hasılat" çarpanı hesaplama dışında kalmakta, "FD/FAVÖK" çarpanı 11,98x olmaktadır.
- Uluslararası piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin çarpan analizleri incelendiğinde, "FD/FAVÖK" çarpanı analizinde "Gas Natural SDG S.A.", "Endesa S.A.", "Innogy SE" ve "PPL Corporation" firmalarının firma ismi kolonunda karıştığı, ancak "Firma Değeri" ve "FVAÖK" kolonunda yer alan değerlerin sıralama açısından doğru olduğu görülmüştür.
- Uluslararası piyasalarda işlem gören benzer şirketlerin çarpan analizleri incelendiğinde, "FD/FAVÖK" çarpanı analizinde "Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A." firmasının firma değerinin, piyasa değeri ve net borç toplamı olarak hesaplanan firma değerinden farklı olduğu görülmüştür. Piyasa değeri ve net borç tutarları toplamı olarak bakıldığında "Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A."nin firma değeri 21.317 ABD \$ olmaktadır. Öte yandan "FD/FAVÖK" çarpanı analizinde bu değer 18.125 mn \$ olarak alınmıştır. Ayrıca FVAÖK değeri de 1.848 mn ABD \$ yerine 1.815 mn ABD \$ alınmıştır. "FD/FAVÖK" çarpanı analizi için firma değeri 21.317 ABD \$, FVAÖK 1.848 mn ABD \$ baz alınarak hesaplama ve çarpan analizi güncellenmelidir.

### SONUÇ OLARAK;

İndirgenmiş nakit akımı analizinin daha iyi bir yöntem olacağı konusundaki yorumumuzu saklı tutarak ve yapılması gereken düzeltmeler ışığında halka arz fiyat aralığının makul olduğu görüşündeyiz.