

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

Enerjisa, fiyat tespit değerlendirme raporumuz 12/02/2013 tarihli Sermaye Piyasası Kurulu Bülteni'nde yer alan Kurul Karar Organı'nın 12/02/2013 tarih ve 5/145 sayılı kararında belirtilen;

A) Payların İlk Halka Arzı Öncesi Uyulacak Esaslar

7) Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformunda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

8) Bir halka arz işleminde aracı kuruluşun fiyat tespit raporu hazırlayabilmesi için son on iki ay içinde asgari üç tane olmak üzere, konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığı diğer halka arzlarla ilişkin olarak fiyat tespit raporunu değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olması ve bu analist raporlarının 7. maddede belirtilen esaslar çerçevesinde ilan edilmiş olması zorunludur.

maddeleri kapsamında Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanmış ve yayınlanmıştır.

Halka Arz Özet Bilgiler

İhraççı	ENERJİSA ENERJİ A.Ş
Halka Arz Yöntemi	MEVCUT ORTAKLARIN PAY SATIŞI
Halka Arz Oranı	%18 , %2 ek satış , Toplam %20
Halka Arz Eden Ortaklar	Hacı Ömer Sabancı Holding 106.296.207 Nominal DD Turkey Holdings (%100 E.ON) 106.296.207 Nominal
Talep Toplama Yöntemi	
Talep Toplama Yöntemi	Fiyat Aralığı ile talep toplama
Talep Toplama Tarihi	1 - 2 Şubat
Fiyat Aralığı	6,25 - 7,50 TL
Tahsilat Oranları	%85 Yurtdışı Kurumsal %10 Yurtiçi Kurumsal %5 Yurtiçi Bireysel
PLANLANAN HALKA ARZ TAKVİMİ	
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış hariç)	1,33 - 1,59 MİLYAR TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	1,48 - 1,77 MİLYAR 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 Hisse Adedi / Ek satış dahil)	236.213.792

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

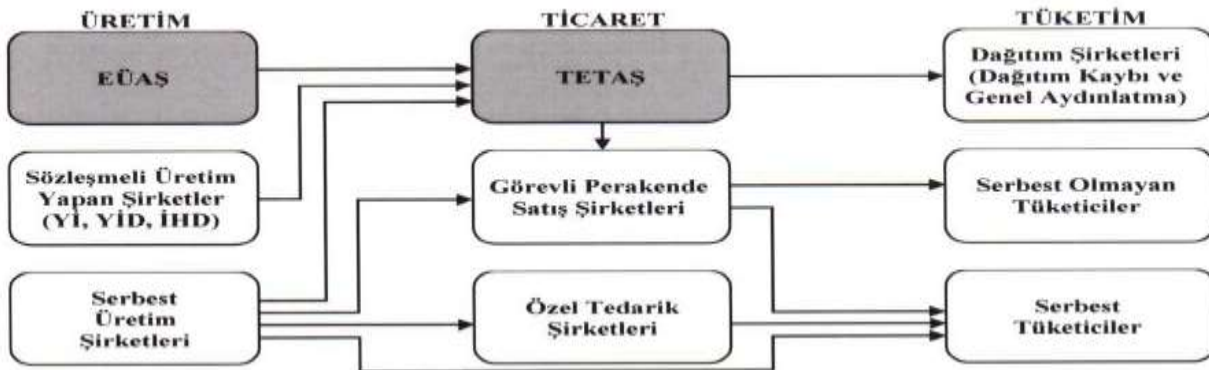
Türkiye elektrik dağıtım sektöründe faaliyet göstermekte olan TEDAŞ'ın elektrik dağıtım şebekesi, İHD yöntemiyle 21 bölgesek şirkete bölüştürülmüş ve tüm şirketlerin özelleştirme süreçleri 2013 yıl sonu itibariyle tamamlanmıştır.

TÜRKİYE'DEKİ ELEKTRİK DAĞITIM ŞİRKETLERİNE İLİŞKİN TEMEL VERİLER					
Elektrik Dağıtım Şirketleri Hissedarları	DAĞITIM BÖLGESİ	NUFUS	ABONE SAYISI	DAĞITILAN ELEKTRİK	D.A.ALDIĞI PAY
Enerjisa	TOROSLAR	8.157.931	3.669.912	14.340.758	8,8%
	BAŞKENT	7.217.587	4.099.788	14.262.170	8,8%
	AYEDAŞ	5.228.368	2.751.857	11.089.271	6,8%
Cengiz Kolin	BOGAZİÇİ	9.575.748	4.872.387	23.243.975	14,3%
	AKDENİZ	3.017.280	2.000.386	7.982.878	4,9%
	ÇAMLİBEL	1.644.927	917.913	2.239.237	1,4%
Bereket Enerji	GEDİZ	5.620.490	3.061.100	13.911.748	8,6%
	ADM	2.997.720	1.787.566	8.023.628	4,9%
Kazancı Holding	ÇORUH	1.894.996	1.269.278	3.386.983	2,1%
	FIRAT	1.711.847	888.483	2.326.575	1,4%
İşkaya -Doğu	DİCLE	5.793.334	1.675.698	6.863.373	4,2%
Limak Holding	ULUDAĞ	4.859.030	2.983.810	11.055.907	6,8%
Alarko - Cengiz	MERAM	3.675.924	1.964.377	8.521.989	5,2%
Akkök-CEZ	SAKARYA	3.477.987	1.654.546	8.710.680	5,4%
Çalık Enerji	YEŞİLIRMAK	3.106.207	1.938.042	4.681.276	2,9%
Zorlu Enerji	OSMANGAZİ	2.710.040	1.661.395	5.976.877	3,7%
Kiler - Çalık	ARAS	2.201.368	935.816	2.187.907	1,3%
Türkerler	VANGÖLÜ	2.115.729	623.483	1.681.265	1,0%
İC İçtaş	TRAKYA	1.726.260	991.026	6.175.815	3,8%
Kıpaş - Arsan - Nazar	AKEDAŞ	1.723.118	635.620	3.694.792	2,3%
257 Hissedar	KCETAŞ	1.358.980	673.432	2.190.598	1,3%
TÜRKİYE TOPLAMI		79.814.871	41.055.915	162.547.702	1

Türkiyede elektrik piyasası işletim lisansına TEİAŞ ve EPIAŞ sahiptir. EPIAŞ'ın hissedarlık yapısı, %40 özel sektör enerji şirketleri, %30 TEİAŞ ve %30 Borsa İstanbul'dur.

Serbest tüketici limit, EPDK tarafından 2018 yılı itibariyle yıllık 2.000 kWh olarak belirlenmiştir. Serbest tüketici limitini aşan tüketiciler, serbest tüketici olma ve kendine en uygun fiyatı sunan elektrik tedarikçisini seçme hakkına sahiptir.

Şema 2: Türkiye Elektrik Piyasasındaki Üretim, Ticaret ve Tüketim Akışı



EÜAŞ ve sözleşmeli üretim yapan şirketler tarafından üretilen elektrik, TETAŞ tarafından satın alınmaktadır. TETAŞ, kayıp kaçak ve genel aydınlatma için dağıtım şirketlerine, serbest olmayan tüketicilerine satmaları için de görevli perakende satış şirketlerine elektrik satmaktadır.

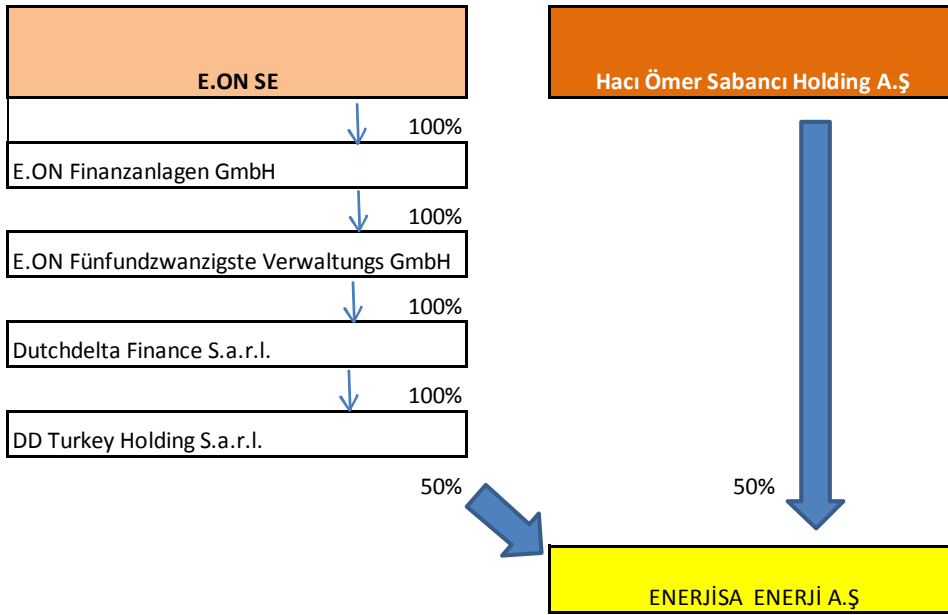
**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

SERMAYE ve ORTAKLIK YAPISI

Enerjisa'nın doğrudan hissedarları %50'şer payla Sabancı Holding ve DD Turkey'dir.

DD Turkey'in %100 hissedarı olan Dutchdelta Finance S.ar.l.'nin %100 hissedarı olan E.ON Fünfundzwanzigste Verwaltungs GmbH'in %100 hissedarı olan E.ON Finanzanlagen GmbH'nin %100 hissedarı olan E.ON SE, merkezi Almanya'nın Essen kentinde bulunan bir enerji ve altyapı şirkettir. E.ON'un payları, Frankfurt Borsa'sında işlem görmektedir.

ENERJİSA HİSSEDARLIK YAPISI



Şirket, elektrik dağıtım sektöründe faaliyet gösteren BAŞKENT EDAŞ, AYEDAŞ ve TOROSLAR EDAŞ'ın ve elektrik perakende sektöründe faaliyet gösteren BAŞKENT EPSAŞ, AYEPSAŞ ve TOROSLAR EPSAŞ'ın paylarının tamamına sahiptir.

Harita 2: Enerjisa'nın Elektrik Dağıttığı ve Görevli Tedarikçi Olduğu Bölgeler



**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

Enerjisa'nın Dağıtım Bölgelerinin Büyüklüğünün Türkiye Geneline Oranı				
Dağıtım Bölgesi	Nüfus	Abone Sayısı	Dağıtılan Net Elektrik (MWh)	Hat Uzunluğu km
Türkiye toplamı	79.814.871	41.055.915	162.547.610	1.102.508
Enerjisa Toplamı	20.603.886	10.521.557	39.692.199	217.853
Enerjisa'nın Payı	25,80%	25,60%	24,40%	19,80%

Enerjisa'nın dağıtım bölgelerinde gerçekleşen kayıp oranı, 2016 yılında ve 2017 yılının ilk dokuz ayında, hedeflenen kayıp oranlarının altında kalmıştır.

Enerjisa'nın Dağıtım Bölgelerinde Hedeflenen ve Gerçekleşen Kayıp Oranları				
	2016		2017	
	Hedeflenen	Gerçekleşen	Hedeflenen	Gerçekleşen
AYEDAŞ	7,61%	6,78%	7,63%	6,45%
BAŞKENT	8,00%	6,98%	7,76%	5,72%
TOROSLAR	13,59%	12,12%	13,32%	11,21%

Kayıp oranlarının öngörülenin altında gerçekleşmesi, dağıtım şirketlerinin öngörülenden daha az elektrik satın alarak maliyetlerinin azalmasını, buna karşın EPDK tarafından öngörülen kayıp/kaçak gelirlerini elde etmesini sağladığı için karlılığa doğrudan etki eden bir verimlilik unsurudur.

Enerjisa'nın sahibi olduğu dağıtım bölgeleri, Türkiye genelindeki dağıtım bölgelerinin toplam yatırım harcamaları ve faaliyey giderleri içinde sırasıyla %31,3 ve %21,7 oranında paya sahiptir.

EPDK tarafından 2018 yılı için yıllık 2.000 kWh olarak belirlenen serbest tüketici limitinin altında tüketim yapan elektrik aboneleri, elektriğini kendi bölgelerinde görevli tedarik şirketinden satın almak zorundadır. Serbest tüketici limitinin üzerinde tüketim yapan elektrik aboneleri ise elektrik tedarikçilerini kendileri seçebilmektedir.

Böylece, Enerjisa'nın elektrik perakende satış şirketleri, hem görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgelerindeki serbest olmayan (düzenlemeye tabi) tüketicilere, hem de bölge sınırlaması olmaksızın Türkiye genelindeki serbest tüketicilere elektrik tedarik edebilmektedir.

Enerjisa'nın sattığı enerji, 2016 yılında 32,9 TWh seviyesine ulaşarak, Türkiye'de satılan elektriğin %18'ini oluşturmuş ve 2017 yılının ilk dokuz ayında da 25,5 TWh seviyesine ulaşmıştır.

Enerjisa Elektrik Satışları				
(TWh)	2014	2015	2016	2017/09
TOROSLAR BÖLGESİ	15,8	15,9	12,5	9,8
BAŞKENT BÖLGESİ	10,1	10,5	9,6	7,2
AYEDAŞ BÖLGESİ	7,2	7,8	7,8	5,7
Diğer Bölgeler	4,2	5,3	3	2,5
TOPLAM	37,3	39,5	32,9	25,2

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ MAVİ GİYİM SAN.ve TİC.**

Mali Tablolar

Enerjisa, 2017 yılı Nisan ayında EEDAŞ ile birleşmiş, 2017 yılı Ağustos ayında elektrik üretim ve elektrik ve doğal gaz toptan satış faaliyetlerini Enerjisa Üretim'e kısmi bölünme yoluyla aktarmış ve 2017 yılı Eylül ayında güneş enerjisi santralleri ile ilgili varlıklarını Enerjisa Üretim'e satmıştır. Böylece, 30 Eylül 2017 itibarıyla, Enerjisa'nın bünyesinde sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri kalmıştır. Bu yapı, birleşme öncesindeki EEDAŞ'ın yapısının birebir devamı niteliğinde olduğu için aşağıdaki tablolarda yer verilen finansal tablolardan 2014, 2015 ve 2016 yıllarına ilişkin olanlar EEDAŞ'a ve 2017 yılına ilişkin olanlar ise Enerjisa'ya aittir.

EEDAŞ'ın 31 Aralık 2014, 31 Aralık 2015 ve 31 Aralık 2016 tarihli özet finansal durum tabloları ile Enerjisa'nın 30 Eylül 2017 tarihli özet finansal durum tablosu, aşağıda yer almaktadır.

	2015	2016	2017/09
Dönen Varlıklar	2.532.462	2.939.550	3.491.079
Nakit ve Nakit Benzeri	152.103	74.570	155.194
Finansal Varlıklar	455.975	653.754	660.192
Ticari Alacaklar	1.545.331	1.720.529	2.166.983
Duran Varlıklar	11.488.597	12.191.898	13.506.806
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
Toplam Varlıklar	14.021.059	15.131.448	16.997.885
KVB	4.580.790	4.950.759	4.215.754
KV Finansal Yükümlülükler	1.936.694	3.122.881	2.083.296
Ticari Borçlar	826.990	117.668	1.060.293
Uzun vadeli Yükümlülükler	5.074.438	5.433.861	7.581.337
UV Finansal Yükümlülükler	3.110.392	3.445.134	5.384.618
Özkaynaklar	4.365.831	4.746.828	5.200.794
Sermaye	4.389.585	3.964.528	1.181.069
Geçmiş Yıl Karları (Zararları)	406.886	268.586	552.226
Net dönem karı	336.302	377.393	453.966
TOPLAM KAYNAKLAR	14.021.059	15.131.448	16.997.885

	2015	2016	2016/09	2017/09
Gelir	9.153.614	9.103.380	6.919.414	8.591.508
SMM	-7.108.120	-6.500.956	-4.986.163	-6.137.141
Brüt Kar	2.045.494	2.602.424	1.933.251	2.454.367
Genel Yönetim Gideri (-)	-1.079.790	-1.227.836	-816.398	-1.035.284
Esas Faaliyetlerden diğer gelirler	123.333	144.651	105.120	115.712
Esas Faaliyetlerden diğer giderler (-)	-50.760	-246.929	-150.228	-248.632
Finansman Öncesi Faaliyet Karı	1.038.277	1.272.310	1.071.745	1.286.163
Finansman gelirleri	31.484	39.729	35.402	73.344
Finansman giderleri (-)	-606.854	-797.837	-557.378	-755.404
Vergi öncesi karı	462.907	514.202	549.769	604.103
Vergi gideri	-126.605	-136.809	-127.956	-150.137
Net dönem karı	336.302	377.393	421.813	453.966

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ****DEĞERLEME YÖNTEMLERİ**

Tacirler Yatırım, Enerjisa'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemlerini incelemiştir.

1. Defter Değeri
2. İNA
3. Borsa İstanbul'da oluşan piyasa çarpanları Analizi
4. Uluslararası Piyasalarda oluşan piyasa çarpanları Analizi

1- DEFTER DEĞERİ ;

Enerjisa'nın 30 Eylül 2017 tarihli finansal durum tablosunda, özkaynaklar toplamının 5,2 milyar TL olduğu görülmektedir.

Söz konusu 5.200.794 bin TL'lik özkaynakları Enerjisa'nın 1.181.069 bin TL tutarındaki sermayesine böldüğümüzde, 1 TL nominal bedelli Enerjisa payı başına düşen defter değeri de 4,40 TL olarak hesaplanmaktadır.

Öte yandan, varlık temelli bir değerlendirme yöntemi olan defter değerinin anlamlı olabilmesi için şirketin varlıklarının gerçekçi ve güncel değerlerine bilançoda yer verilmesi veya bilançoda oluşan defter değerinin duran varlıkların gerçekçi değerleri kullanılarak düzeltilmesi ve net defter değerinin ortaya konulabilmesi gerekmektedir.

Enerjisa'nın en önemli varlıkları, bağlı ortaklıklarının TEDAŞ ile imzaladıkları İHD sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayanarak EPDK'dan aldıkları elektrik dağıtım ve elektrik tedarik lisanslarıdır. TEDAŞ'tan devralınan işletme hakları ve EPDK'nın verdiği lisanslar için herhangi bir varlık değerlendirme çalışması yaptırılmamıştır.

TEDAŞ'tan devralınan işletme haklarının ve EPDK'nın verdiği lisansların gerçekçi değerlerinin belirlenmesi, geleceğe dair projeksiyonların kullanımını gerektireceğinden ve geleceğe dair projeksiyonlara da izahnamede yer verilmemiş olduğundan söz konusu varlıkların gerçekçi değerlerinin tespitine yönelik bir çalışma yapılamamıştır.

Bu nedenle, Enerjisa'nın değerlemesinde defter değeri yöntemi sonucunda ortaya çıkan değer, göz önünde bulundurulmamıştır.

2- İNA

Enerjisa'nın geleceğe yönelik faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonları izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığı için Tacirler Yatırım'da indirgenmiş Nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

3- BORSA İSTANBUL'DA İŞLEM GÖREN BENZER ŞİRKETLERİN ÇARPANLARI

BIST'da, Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleinde bulunan bir şirket yoktur. Enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerden ZORLU ENERJİ ve AKSA ENERJİ'nin seçildiğini görmekteyiz.

ZOREN ; Türkiye, Pakistan ve İsrail'de elektrik üretin faaliyetinde bulunmaktadır. Ayrıca, Eskişehir, Bilecik, Kütahya, Uşak ve Afyonkarahisar illerinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinde bulunan Osmangazi EDAŞ ve Osmangazi EPSAŞ paylarının tamamına sahiptir.

AKSA Enerji ; Şirketin hakim ortağı Kazancı Holding'in elektrik dağıtım ve perakende satış ile doğalgaz dağıtım faaliyetleri bulunmakla birlikte, halka açık şirket bünyesinde sadece elektrik üretin faaliyetleri bulunmaktadır.

Enerjisa ile faaliyetleri karşılaştırılabilir olduğu düşünülen bu şirketlerin verileri kullanılmış.

	HASILAT	FVAÖK	FVAÖK MARJİ	PİYASA DEĞERİ	NET BORÇ	FİRMA DEĞERİ
ZOREN	2.934	770	25,90%	3.340	5.886	9.226
AKSA ENERJİ	3.531	424	12%	2.704	2.773	5.477
ARİTMETİK ORTALAMA			18,6%			

	FİRMA DEĞERİ/ HASILAT	AGIRLIK	FİRMA DEĞERİ/FVAÖK	AGIRLIK
ZOREN	3,14x		11,98x	2/3
AKSA ENERJİ	1,55x	100%	12,92x	1/3
AGIRLIKLI ORTALAMA		1,55x		12,29x

Firma değeri hasılat çarpanlarında Zorlu Enerjinin çarpanı 2,0x seviyesinin üzerinde olduğu için ortalama hesabında dikkate alınmamış.

Firma değeri/FVAÖK çarpanlarında ZOREN'in bünyesinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri de bulunduğu için 2/3 oranında ağırlık verilmiş, bünyesinde sadece elektrik üretim faaliyetlerini bulduran Aksa Enerji için ise 1/3 ağırlık kullanılmış.

Sonuç olarak da BIST'de işlem gören benzer şirketlerin Firma değeri/son 12 ay hasılat çarpanı olarak 1,55x , Firma değeri / son 12 ay FVAÖK içinse ağırlıklı ortalamasının 12,29x seviyesi kullanılmıştır.

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

4- ULUSLARARASI BENZER ŞİRKET ÇARPANI

Enerjisa ile faaliyetleri itibariyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası enerji ve altyapı şirketlerinin pek çoğunun çokuluslu şirketler olduğunu görmekteyiz.

Enel S.p.A.: Roma merkezli şirket, 1962 yılında bir kamu kuruluşu olarak kurulmuş, 1992 yılında şirkete dönüştürülmüş ve 1999 yılında özelleştirilmiştir. İtalya'nın yanı sıra, İspanya, Portekiz, Rusya, Slovakya, Romanya, ABD, Kanada, Meksika, Şili, Arjantin, Kolombiya, Peru, Brezilya, Fas, Güney Afrika ve Hindistan gibi ülkelerde elektrik üretim, elektrik dağıtım ve doğal gaz dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Milano Borsası'nda işlem görmektedir.

National Grid plc: Warwick merkezli şirket, 1990 yılında kurulmuştur. Birleşik Krallık'ta elektrik iletim ve dağıtım ve ABD'de elektrik iletim, elektrik dağıtım ve doğal gaz dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Londra Borsası'nda ve New York Borsası'nda işlem görmektedir.

Innogy SE: Essen merkezli şirket, 2016 yılında kurulmuştur. Almanya ve Birleşik Krallık'ta elektrik üretim, dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Frankfurt Borsası'nda işlem görmektedir.

PPL Corporation: Allentown merkezli şirket, 1920 yılında kurulmuştur. ABD ve Birleşik Krallık'ta elektrik üretim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, New York Borsası'nda işlem görmektedir.

Endesa S.A.: Madrid merkezli şirket, 1944 yılında kurulmuştur. İspanya, Portekiz ve Fas'ta elektrik üretim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Madrid Borsası'nda işlem görmektedir.

Gas Natural SDG S.A.: Barcelona merkezli şirket, 1991 yılında kurulmuştur. İspanya, Fransa, İtalya, Almanya, Hollanda, Belçika, Meksika, Kolombiya, Arjantin, Porto Riko, Moldova ve Fas'ta elektrik üretim ve dağıtım ve doğal gaz dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Madrid Borsası'nda işlem görmektedir.

SSE plc: Perth (İskoçya) merkezli şirket, 1998 yılında kurulmuştur. Birleşik Krallık ve İrlanda'da elektrik ve doğal gaz üretim ve dağıtım ile iletişim altyapısı işletme faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Londra Borsası'nda işlem görmektedir.

Power Grid Corporation of India Limited: Gurgaon merkezli şirket, 1989 yılında kurulmuştur. Hindistan'da elektrik iletim, dağıtım ve satış faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Bombay Borsası'nda işlem görmektedir.

Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.: Roma merkezli şirket, 1999 yılında kurulmuştur. İtalya'nın elektrik iletim şebekesini yönetmektedir. Payları, Milano Borsası'nda işlem görmektedir.

ENN Energy Holdings Limited: Langfang merkezli şirket, 1989 yılında kurulmuştur. Çin'de doğal gaz dağıtım faaliyetinde bulunmaktadır. Payları, Hong Kong Borsası'nda işlem görmektedir.

Equatorial Energia S.A.: Brasilia merkezli şirket, 1958 yılında kurulmuştur. Brezilya'da elektrik iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Sao Paulo Borsası'nda işlem görmektedir.

Energisa S.A.: Rio de Janeiro merkezli şirket, 1905 yılında kurulmuştur. Brezilya'da elektrik iletim ve dağıtım faaliyetlerinde bulunmaktadır. Payları, Sao Paulo Borsası'nda işlem görmektedir.

ENERJİSA FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ

Uluslararası benzer şirketlerin finansal verileri aşağıda verilmiştir.

Milyon USD	HASILAT	FVAÖK	FVAÖK MARJİ	PİYASA DEĞERİ	NET BORÇ ve AZINLIK PAYLARI	FİRMA DEĞERİ
Enel S.p.A	86.499	16.466	19,0%	65.323	67.284	132.608
National Grid plc	20.940	6.711	32,0%	39.672	33.828	73.500
Gas Natural SGD S.A	29.537	5.157	17,5%	24.977	22.985	47.963
Endesa S.A	23.065	3.803	16,5%	23.300	6.081	29.381
Innogy SE	49.495	4.109	8,3%	22.514	18.726	41.239
PPL Corporation	7.353	4.066	55,6%	21.308	20.198	41.506
SSE plc	40.633	3.205	7,9%	18.165	9.953	28.118
Power Grid Corporation o	4.061	3.623	89,2%	16.605	18.170	34.775
Terna Rete Elettrica Nazic	2.553	1.848	72,4%	12.078	9.240	21.317
ENN Energy Holdings Limi	6.148	904	14,7%	7.336	2.045	9.391
Equatorial Energia S.A	2.655	472	17,8%	4.037	981	5.018
Energisa S.A	4.046	600	14,8%	3.427	2.007	5.434
ARİTMETİK ORTALAMA			30,4%			

	FİRMA DEĞERİ/HASILAT		FİRMA DEĞERİ/FVAÖK
Enel S.p.A	1,53	Enel S.p.A	8,05
National Grid plc	3,51	National Grid plc	10,95
Gas Natural SGD S.A	1,62	Innogy SE	9,3
Endesa S.A	1,27	PPL Corporation	7,73
Innogy SE	0,83	Endesa S.A	10,04
PPL Corporation	5,64	Gas Natural SGD S.A	10,21
SSE plc	0,69	SSE plc	8,77
Power Grid Corporation of India Limited	8,56	Power Grid Corporation of India Limited	9,6
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A	8,35	Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A	9,99
ENN Energy Holdings Limited	1,53	ENN Energy Holdings Limited	10,38
Equatorial Energia S.A	1,89	Equatorial Energia S.A	10,63
Energisa S.A	1,34	Energisa S.A	9,06
ARİTMETİK ORTALAMA	3,07	ARİTMETİK ORTALAMA	9,56
SEÇİLMİŞ ARİTMETİK ORTALAMA	1,46		

Uluslararası benzer şirketlerin Firma değeri / son 12 ay hasılat çarpanlarının ortalamasının 3,07x, Firma değeri / hasılat çarpanı 1,0x ile 1,8x arasında olan şirketin ortalamasının ise 1,46x olduğu görülmektedir.

Diğer taraftan Firma Değeri / Son 12 ay FVAÖK çarpanlarının ortalamasının ise 9,56x olduğunu görmekteyiz.

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

Enerjisa, faaliyetlerini sürdürdüğü dağıtım bölgelerindeki varlıkları İHD sözleşmeleri kapsamında tanınan imtiyazlar uyarınca işletmekte olduğu için TFRS Yorum 12'yi uygulamaktadır. TFRS Yorum 12 doğrultusunda, düzenlemeye esas gelir elde eden ve imtiyaza tabi faaliyet gösteren hizmet şirketleri, imtiyaz sözleşmesinin kendine has özelliklerine göre finansal varlık, maddi duran varlık veya maddi olmayan duran varlık modellerinden birisini kullanmaktadır. İmtiyaz sözleşmesinin süresi, imtiyaz sahibi şirkete getiri ve sabit gelir garantisi verilip verilmemesi, sabit kıymetlerin sahipliğinin imtiyaz sahibi şirkete verilip verilmemesi, riskin imtiyaz sahibi şirket ve düzenleyici kurum arasında paylaşımı ve benzer diğer hususlara göre imtiyaz sahibi şirketin söz konusu varlıkları hangi modele göre raporlayacağı belirlenmektedir.

Enerjisa'nın İHD sözleşmeleri kapsamında belirli bir getiri oranı (reel makul getiri oranı artı enflasyon) ve uygulama dönemleri boyunca yıllık yatırım tavanları üzerinden sabit bir gelir (dağıtılan elektrik miktarından bağımsız olarak yapılan yatırımların on yılda geri ödenmesi, faaliyet giderlerinin yıllık olarak karşılanması gibi) garanti edilmiştir. Ayrıca, İHD 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, kâr veya zarar tablolarına yansımamakta, ancak nakit akım tablosunda nakit giriş kalemi olarak yer almaktadır. Aşağıdaki tabloda, söz konusu yatırım harcamaları geri ödemeleri gösterilmektedir.

Tablo 41: Enerjisa'nın Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri

(bin TL)	2017 / 9 Ay	2016 / 12 Ay	2016 / 9 Ay	Son 12 Ay ¹
Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	444.200	443.235	332.426	555.009

Kaynak: Enerjisa, ¹1 Ekim 2016 ile 30 Eylül 2017 arası

Enerjisa'nın faaliyetlerinden sağladığı önemli miktarda nakdin, kâr veya zarar tablosuna ve dolayısıyla FVAÖK'üne yansımadağı görülmektedir. Enerjisa ile benzer iş kollarında faaliyet gösteren yabancı şirketler ise imtiyaz sözleşmelerinin farklı niteliklerde olması nedeniyle, yatırım harcamalarını maddi duran varlık veya maddi olmayan duran varlık olarak sınıflamakta ve yatırım harcamaları geri ödemelerini kâr veya zarar tablolarında gelir kalemi olarak göstermektedir. Bu nedenle, Enerjisa'nın aynı iş kolunda faaliyet gösteren yabancı şirketlerle daha doğru bir şekilde kıyaslanabilmesi için söz konusu yatırım harcamaları geri ödemelerinin FVAÖK ile birlikte değerlendirilmesinin daha uygun olacağı düşünülmektedir.

ENERJİSA HASILAT YOLLU SON 12 AY HASILAT ve FVAÖK HESAPLAMASI	SON 12 AY
HASILAT	10.775.474
BRÜT KAR	3.123.540
FİNANSMAN ÖNCESİ FAALİYET KARI	1.486.728
AMORTİSMAN GİDERLERİNE İLİŞKİN DÜZELTMELER	228.244
FVAÖK	1.714.972
YATIRIM HARCAMALARI GERİ ÖDEMELERİ	555.009
FVAÖK ve YAT.HARC.GERİ ÖDEMELERİ	2.269.981

ENERJİSA NET BORÇ	
BİN TL	
TOPLAM FİNANSAL YÜKÜMLÜLÜKLER	7.467.914
KV Finansal Yükümlülükler	2.083.296
UV Finansal Yükümlülükler	5.384.618
NAKİT ve NAKİT BENZERİ	155.194
NET BORÇ POZİSYONU	7.312.720

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ**

Enerjisa'nın tablolarından hareketle, Enerjisa'nın özsermaye değeri hesaplanmıştır.

ENERJİSA'NIN DEĞERİNİN FİRMA DEĞERİ/HASILAT ÇARPANI İLE HESAPLANMASI		
	BİST ŞİRKETLERİ	ULUSLARARASI BENZER ŞİRKETLER
BENZER ŞİRKETLERİN ORTALAMA ÇARPANI	1,55x	1,46x
ENERJİSA HASILAT		10.775.474
ENERJİSA'NIN FİRMA DEĞERİ	16.701.985	15.732.192
ENERJİSA'NIN NET BORÇ POZİSYONU		7.312.720
ENERJİSA ÖZSERMAYE DEĞERİ	9.386.265	8.419.472
ENERJİSA'NIN ÖDENMİŞ SERMAYESİ		1.181.069
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN DEĞER	7,95 TL	7,13 TL
DEĞERLEME SONUCUNUN AGIRLIĞI	1/5	4/5
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN AGIRLIKLI ORTALAMA DEĞER		7,29 TL

ENERJİSA'NIN DEĞERİNİN FİRMA DEĞERİ/FVAÖK ÇARPANI İLE HESAPLANMASI		
	BİST ŞİRKETLERİ	ULUSLARARASI BENZER ŞİRKETLER
BENZER ŞİRKETLERİN ORTALAMA ÇARPANI	12,29x	9,56x
ENERJİSA FVAÖK ve YATIRIM HARCAMALARI GERİ ÖDEMELERİ		2.269.981
ENERJİSA'NIN FİRMA DEĞERİ	27.898.066	21.701.018
ENERJİSA'NIN NET BORÇ POZİSYONU		7.312.720
ENERJİSA ÖZSERMAYE DEĞERİ	20.585.346	14.388.298
ENERJİSA'NIN ÖDENMİŞ SERMAYESİ		1.181.069
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN DEĞER	17,43 TL	12,18 TL
DEĞERLEME SONUCUNUN AGIRLIĞI	1/5	4/5
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN AGIRLIKLI ORTALAMA DEĞER		13,23 TL

Bu veriler doğrultusunda Enerjisa'nın 1 TL nominal değerli payı başına düşen değer, 10,26 TL olarak hesaplanmıştır.

ENERJİSA'NIN 1 TL NOMİNAL DEĞERLİ PAY BAŞINA ÖZSERMAYE DEĞERİ		
	FİRMA DEĞERİ /HASILAT	FİRMA DEĞERİ /FVAÖK
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN DEĞER	7,29 TL	13,23 TL
1 TL NOMİNAL DEĞERLİ ENERJİSA PAYI BAŞINA DÜŞEN AGIRLIKLI ORTALAMA DEĞER		10,26 TL

İskonto oranına bakış ;

Tacirler Yatırımın Enerjisa halka arz fiyat aralığı ile değerlendirme sonucunun karşılaştırılması yapıldığında ise halka arz fiyat aralığının tavanı ve tabanı, değerlendirme sonucuna göre sırasıyla %26,9 ve %39,1 oranında iskontolu görülmektedir. Halka arz aralığının orta seviyesi ise değerlendirme sonucuna göre %33 oranında iskontoludur çıkmaktadır.

ENERJİSA'NIN HALKA ARZ FİYAT ARALIĞININ DEĞERLEME SONUCUNA GÖRE İSKONTO ORANI			
TL	TABAN FİYAT	FİYAT ARALIĞININ ORT.	TAVAN FİYAT
ENERJİSANIN HALKA ARZ FİYAT ARALIĞI	6,25	6,875	7,5
DEĞERLEME SONUCU		10,26	
İSKONTO ORANI	39,1%	33,0%	26,9

**ENERJİSA
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN GÖRÜŞ****GÖRÜŞÜMÜZ ;**

- Enerjisa için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- Değerleme için kullanılmayan ve kullanılan yöntemler ayrıntılı ve net bir şekilde açıklanmıştır.
- Bünyesinde sadece Elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri bulunan Enerjisa'nın karşılaştırılmasında BIST endeksinden benzer şirket olarak Zorlu Enerji ve Aksa Enerjinin kullanılmasını ve çarpan olarak da FD/HASILAT ve FD/FVAÖK çarpanlarının kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Uluslararası benzer şirket çarpanları analizi yöntemine göre Şirket değeri hesaplamasında emsal şirketlerin uç değerlerinin çıkarılarak, seçilmiş aritmetik ortalamanın kullanılmasını hem makul hem de fiyat tespitinde muhafazakar bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz.
- Tacirler Yatırımın Enerjisa halka arzında 6,25- 7,50 TL olarak belirlemiş olduğu fiyat aralığının değerlendirme yöntemlerine göre iskontolu olduğunu görmekte ve fiyat aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.

ÇEKİNCE :

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.

Bu rapordaki bilgi ve fikirler, Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenerek ve sadece bilgi vermek amacıyla hazırlanmıştır. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş., bu bilgilerin doğruluğu veya bütünlüğü konusunda bir garanti veremez. Bu rapordaki görüşler, tahmin ve projeksiyonlar, raporu hazırlayan analistlerin fikirlerini yansıtmaktadır.

Analistler, görüş ve tahminlerini haber vermeksizin değiştirme hakkına sahiptirler. Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve personeli, bu rapordaki bilgilerin eksikliğinden veya yanlışlığından dolayı hiçbir şart altında sorumlu tutulamaz.