



**ENERJİSA ENERJİ A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan Analist
Raporu**



Ocak 2018

İÇİNDEKİLER

1.	RAPORUN AMACI	3
2.	PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	4
3.	ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	4
3.1.	Ortaklık Yapısı.....	4
3.2.	Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	5
4.	SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ	5
4.1.	Türkiye’deki Elektrik Dağıtım Sektörü Şirketlerine İlişkin Temel Veriler	5
5.	FİNANSAL GÖRÜNÜM	6
5.1.	Bilanço	6
5.2.	Gelir Tablosu.....	7
5.3.	Brüt Kar Marjı	7
5.4.	Favök Marjı	8
5.5.	Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	8
5.6.	Yatırım harcamaları Geri Ödemeleri ile FAVÖK Marjı	8
5.7.	Net Borç Pozisyonu.....	9
6.	DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	9
6.1.	Defter Değeri Yöntemi.....	9
6.2.	Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi).....	9
6.3.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları	9
6.3.1.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri.....	9
6.3.2.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Firma Değeri/ Hasılat Çarpanları	9
6.3.3.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanları ...	10
6.3.4.	Borsa İstanbul’da İşlem Gören Benzer Şirketlerin FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları	10
6.4.	Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları.....	10
6.4.1.	Uluslararası Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri	10
6.4.2.	Uluslararası Benzer Şirketlerin Firma Değeri / Hasılat Çarpanları	11
6.4.3.	Uluslararası Benzer Şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanları.....	11
6.5.	Enerjisa Değerlemesi	11
6.5.1.	Enerjisa’nın Değerinin Firma Değeri / Hasılat Çarpanı ile Hesaplanması	11
6.5.2.	Enerjisa’nın Değerinin Firma Değeri/ FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması	12
6.5.3.	Enerjisa’nın 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri	12
7.	ENERJISA’NIN HALKA ARZ FİYAT ARALIĞI	13
8.	GÖRÜŞ	13

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Ak Yatırım") konsorsiyum lideri aracı kurum olduğu Enerjisa Enerji A.Ş (kısaca "İhraççı" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahname sirkülerini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Ortak Satış
Halka Arz Yöntemi:	Fiyat Aralığı ile Fiyat toplama
Halka Arza Aracılık Yöntemi:	En İyi Gayret
Çıkarılmış Sermaye :	1.181.068.967,12-TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye :	1.181.068.967,12-TL
Halka Arz Toplamı : (Nominal)	212.592.414-TL (Ek Satış : 23.621.378-TL, Ek Satış Dahil Toplam : 236.213.792-TL)
Halka Arz Fiyat Aralığı	6,25-TL – 7,50-TL
Halka Arz Büyüklüğü:	1.328.702.587,50-TL - 1.771.603.440-TL
Halka Açıklık oranı:	%18 (Ek Satış:%2, Toplam:%20)
Tahsisat Grupları:	<ul style="list-style-type: none"> • Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %5 • Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %10 • Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %85
Halka Arz Taahhütleri:	Mevcut Ortaklar ve Şirket için 180 gün

Kaynak: Ak Yatırım

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

3.1.Ortaklık Yapısı

30.09.2017 itibariyle şirketin ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir.

Ortağın Ünvanı	Halka Arz öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Tutar(TL)	%	Tutar(TL)	%	Tutar(TL)	%
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ('Sabancı Holding')	590.534.483,56	50%	484.238.276,56	41%	472.427.587,56	40%
DD Turkey Holdings S.A.R.L. ('DD Turkey')	590.534.483,56	50%	484.238.276,56	41%	472.427.587,56	40%
Halka Açık Kısım	0	0%	212.592.414,00	18%	236.213.792,00	20,00%
Toplam	1.181.068.967,12	100%	1.181.068.967,12	100%	1.181.068.967,12	100%

Kaynak:Tacirler Yatırım

3.2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, elektrik dağıtım sektöründe faaliyet gösteren Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ'ın ve elektrik perakende satış sektöründe faaliyet gösteren Başkent EPSAŞ, AYEPSAŞ ve Toroslar EPSAŞ'ın paylarının tamamına sahiptir.

Başkent EDAŞ, EPDK tarafından verilen ve 1 Eylül 2036 tarihine dek geçerli olan dağıtım lisansı ile Ankara, Kırıkkale, Çankırı, Kastamonu, Zonguldak, Karabük ve Bartın illerinde elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.

Başkent EPSAŞ, EPDK tarafından verilen ve 1 Eylül 2036 tarihine dek geçerli olan tedarik lisansı ile Başkent Bölgesi'nde görevli perakende satış şirketi sıfatıyla serbest olmayan tüketicilere ve bölge sınırlaması olmaksızın Türkiye genelindeki serbest tüketicilere elektrik satışı gerçekleştirmektedir.

AYEDAŞ, EPDK tarafından verilen ve 31 Aralık 2042 tarihine dek geçerli olan dağıtım lisansı ile İstanbul ilinin Kadıköy, Üsküdar, Beykoz, Ümraniye, Çekmeköy, Ataşehir, Maltepe, Kartal, Pendik, Tuzla, Sultanbeyli, Sancaktepe, Şile ve Adalar ilçelerinde elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.

AYEPSAŞ, EPDK tarafından verilen ve 31 Aralık 2042 tarihine dek geçerli olan tedarik lisansı ile AYEDAŞ Bölgesi'nde görevli perakende satış şirketi sıfatıyla serbest olmayan tüketicilere ve bölge sınırlaması olmaksızın Türkiye genelindeki serbest tüketicilere elektrik satışı gerçekleştirmektedir.

Toroslar EDAŞ, EPDK tarafından verilen ve 31 Aralık 2042 tarihine dek geçerli olan dağıtım lisansı ile Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerinde elektrik dağıtım hizmeti vermektedir.

Toroslar EPSAŞ, EPDK tarafından verilen ve 31 Aralık 2042 tarihine dek geçerli olan tedarik lisansı ile Toroslar Bölgesi'nde görevli perakende satış şirketi sıfatıyla serbest olmayan tüketicilere ve bölge sınırlaması olmaksızın Türkiye genelindeki serbest tüketicilere elektrik satışı gerçekleştirmektedir.

Enerjisa'nın yukarıda belirtilen altı şirketin paylarının tümüne sahip olmak haricinde, başka bir faaliyeti bulunmamaktadır.

4. SEKTÖR HAKKINDA BİLGİ

4.1. Türkiye'deki Elektrik Dağıtım Sektörü Şirketlerine İlişkin Temel Veriler



Türkiye'deki elektrik dağıtım bölgeleri. Kaynak: Tacirler Yatırım

Yukarıdaki haritada yer alan elektrik dağıtım şirketlerinin hissedarları, kapsadıkları bölgenin toplam nüfusları, dağıtım şirketlerinin abone sayıları, bölge içinde dağıtılan elektrik ve bölgelerdeki toplam dağıtım hattı uzunlukları gibi veriler, aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Elektrik Dağıtım Şirketi Hissedarları	Dağıtım Bölgesi	Nüfus	Abone Sayısı	Dağıtılan Elektrik (MWh) ¹	Hat Uzunluğu (km)
Enerjisa	7. Toroslar EDAŞ	8.157.931	3.669.912	14.340.758	84.411
	9. Başkent EDAŞ	7.217.587	4.099.788	14.262.170	109.659
	14. AYEDAŞ	5.228.368	2.751.857	11.089.271	23.783
Cengiz-Kolin	17. Boğaziçi EDAŞ	9.575.748	4.872.387	23.243.975	32.457
	10. Akdeniz EDAŞ	3.017.280	2.000.386	7.982.878	51.672
	6. Çamlıbel EDAŞ	1.644.927	917.913	2.239.237	45.943
Bereket Enerji	11. Gediz EDAŞ	5.620.490	3.061.100	13.911.748	53.606
	19. ADM EDAŞ	2.997.720	1.787.566	8.023.628	64.594
İşkaya-Doğu	1. Dicle EDAŞ	5.793.334	1.675.698	6.863.373	69.985
Limak Holding	12. Uludağ EDAŞ	4.859.030	2.983.810	11.055.907	62.330
Alarko-Cengiz	8. Meram EDAŞ	3.675.924	1.964.377	8.521.898	81.636
Kazancı Holding	4. Çoruh EDAŞ	1.894.996	1.269.278	3.386.983	56.949
	5. Fırat EDAŞ	1.711.847	888.483	2.326.575	45.890
Akkök-CEZ	15. Sakarya EDAŞ	3.477.987	1.654.546	8.710.680	35.478
Çalık Enerji	21. Yeşilirmak EDAŞ	3.106.207	1.938.042	4.681.276	80.263
Zorlu Enerji	16. Osmangazi EDAŞ	2.710.040	1.661.395	5.976.877	43.364
Kiler-Çahk	3. Araş EDAŞ	2.201.368	935.816	2.187.907	54.765
Türkerler	2. Vangözü EDAŞ	2.115.729	623.483	1.681.265	39.335
İC İttaş	13. Trakya EDAŞ	1.726.260	991.026	6.175.815	19.842
Kıpaş-Arsan-Nazar	20. AKEDAŞ	1.723.118	635.620	3.694.792	25.058
275 Hissedar	18. KCETAŞ	1.358.980	673.432	2.190.598	21.488
TÜRKİYE TOPLAMI		79.814.871	41.055.915	162.547.610	1.102.508

Kaynak: Tacirler Yatırım

5. FİNANSAL GÖRÜNÜM

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.

5.1. Bilanço

(Bin TL)	2012	2013	2014	2015
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
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
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.281.023	8.072.256	7.891.350	7.748.097
TOPLAM VARLIKLAR	12.763.459	14.021.059	15.131.448	16.997.885

(Bin TL)	2012	2013	2014	2015
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.294.155	4.580.790	4.950.759	4.215.754
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	822.556	1.936.694	3.122.881	2.083.296
Ticari Borçlar	816.488	826.990	1.117.668	1.060.293
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.428.962	5.074.438	5.433.861	7.581.337
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	2.337.728	3.110.392	3.445.134	5.384.618
Özkaynaklar	4.040.342	4.365.831	4.746.828	5.200.794
Sermaye	4.389.585	4.389.585	3.964.528	1.181.069
Geçmiş Yıl Kârları (Zararları)	(130.172)	(406.886)	268.586	552.226
Net Dönem Kârı	(276.714)	336.302	377.393	453.966
TOPLAM KAYNAKLAR	12.763.459	14.021.059	15.131.448	16.997.885

Kaynak: Tacirler Yatırım

5.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu(Bin TL)	2012	2013	2014	2015
Hasılat	8.064.421	9.153.614	9.103.380	6.919.414
Satışların Maliyeti	(6.753.511)	(7.108.120)	(6.500.956)	(4.986.163)
Brüt Kâr	1.310.910	2.045.494	2.602.424	1.933.251
Genel Yönetim Giderleri	(967.303)	(1.079.790)	(1.227.836)	(816.398)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	104.204	123.333	144.651	105.120
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(140.174)	(50.760)	(246.929)	(150.228)
Finansman Öncesi Faaliyet Kârı	307.637	1.038.277	1.272.310	1.071.745
Finansman Gelirleri	68.647	31.484	39.729	35.402
Finansman Giderleri	(639.991)	(606.854)	(797.837)	(557.378)
Vergi Öncesi Kâr	(263.707)	462.907	514.202	549.769
Vergi Gideri	(13.007)	(126.605)	(136.809)	(127.956)
Net Dönem Kârı	(276.714)	336.302	377.393	421.813

Kaynak: Tacirler Yatırım

5.3. Brüt Kar Marjı

5.4.

(Bin TL)	2014	2015	2016	09/2017
Net Satışlar	8.064.421	9.153.614	9.103.380	6.919.414
Satışların Maliyeti	(6.753.511)	(7.108.120)	(6.500.956)	(4.986.163)
Satışların Maliyeti (%)	%83,74	%77,65	%71,41	%72,06
Brüt Kar Marjı(%)	%16,26	%22,35	%28,59	%27,94

Kaynak: Tacirler Yatırım

5.5. Favök Marjı

FAVÖK Hesaplaması(Bin TL)	09/2016	09/2017	2016	Son 12 Ay
Hasılat	6.919.414	8.591.508	9.103.380	10.775.474
Satışların Maliyeti	-4.986.163	-6.137.141	-6.500.956	-7.651.934
Brüt Kâr	1.933.251	2.454.367	2.602.424	3.123.540
Genel Yönetim Giderleri	-816.398	-1.035.284	-1.227.836	-1.446.722
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	105.120	115.712	144.651	155.243
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-150.228	-248.632	-246.929	-345.333
Finansman Öncesi Faaliyet Kârı	1.071.745	1.286.163	1.272.310	1.486.728
Amortisman Giderlerine İlişkin Düzeltmeler	161.633	171.939	217.938	228.244
FAVÖK	1.233.378	1.458.102	1.490.248	1.714.972
FAVÖK MARJİ	%17,82	%16,97	%16,37	%15,92

Kaynak:Tacirler Yatırım

5.6. Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri

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.

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

Kaynak:Tacirler Yatırım

5.7. Yatırım harcamaları Geri Ödemeleri ile FAVÖK Marjı

Enerjisa'nın faaliyetlerinden sağladığı önemli miktarda nakdin, kâr veya zarar tablosuna ve dolayısıyla FAVÖK'üne yansımadağı görülmektedir. Bu nedenle, Enerjisa'nın aynı iş kolunda faaliyet gösteren yabancı şirketlerle daha doğru bir şekilde kıyaslanabilmesi için söz konusu yatırım harcamaları geri ödemelerinin FAVÖK ile birlikte değerlendirilmesinin daha uygun olacağı düşünülmüştür.

(bin TL)	2016/9 Ay	2017/9 Ay	2016/12 Ay	Son 12 Ay*
FAVÖK	1.233.378	1.458.102	1.490.248	1.714.972
Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	332.426	444.200	443.235	555.009
FAVÖK ve Yat. Hare. Geri Ödemeleri	1.565.804	1.902.302	1.933.483	2.269.981
Yat. Hare. Geri Ödemeleri ile FAVÖK Marjı	%22,63	%22,14	%21,24	%21,07

Kaynak:Tacirler Yatırım

5.8. Net Borç Pozisyonu

(Bin TL)	
Toplam Finansal Yükümlülükler	7.467.914
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	2.083.296
Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	5.384.618
Nakit ve Nakit Benzerleri	155.194
Net Borç Pozisyonu	7.312.720

Kaynak: Tacirler Yatırım

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan raporda, Enerjisa'nın pay başına değerini belirlenebilmesi için Defter Değeri Yöntemi, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi, Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi ve Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi olarak değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

6.1. Defter Değeri Yöntemi

Şirket'in sahip olduğu en önemli varlıkları TEDAŞ'tan devralınan işletme hakları ve EPDK'nın verdiği lisanslardır. Enerjisa tarafından bu haklara dair değerlendirme çalışması yaptırılmamıştır. Bu nedenle Enerjisa'nın değerlemesinde defter değeri yöntemi sonucunda ortaya çıkan değer, göz önünde bulundurulmamıştır.

6.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akışları Analizi Yöntemi)

Enerjisa'nın geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonları izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığı için bu raporda da geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş ve indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılamamıştır.

6.3. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında, Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetinde bulunan bir şirket yoktur. Enerji sektöründe faaliyet gösteren halka açık şirketlerden aşağıda yer alanların Enerjisa ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülmüş ve Borsa İstanbul'da işlem gören ve elektrik üretim faaliyetinde bulunan diğer şirketler, faaliyetlerinin nispeten küçük olması sebebiyle Aksa enerji Üretim A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. Enerjisa ile karşılaştırılması uygun görülmüştür.

6.3.1. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri

(milyon 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

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

(milyon TL)	Firma Değeri	Hasılat	Firma Değeri / Hasılat	Ağırlık
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	9.226	2.934	3,14x	-
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5.477	3.531	1,55x	%100
AĞIRLIKLIL ORTALAMA				1,55x

Kaynak: Tacirler Yatırım

Zorlu Enerji'nin çarpanı 2,0x seviyesinin üzerinde olduğu için ortalama hesabında dikkate alınmamış, 1,55x olarak dikkate alınmıştır.

6.3.3. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanları

(milyon TL)	Firma Değeri	FAVÖK	Firma Değeri / FAVÖK	Ağırlık
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	9.226	770	11,98x	2/3
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	5.477	424	12,92x	1/3
AĞIRLIKLIL ORTALAMA				12,29x

Kaynak: Tacirler Yatırım

Zorlu Enerji'nin bünyesinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri de bulunduğu için 2/3 oranında ağırlık verilerek ortalama çarpan hesaplanmıştır. Bünyesinde sadece elektrik üretim faaliyetlerini bulunduran Aksa Enerji için ise 1/3 oranında ağırlık kullanılmış ve FD/FAVÖK çarpanlarının ağırlıklı ortalamaları 12,29x seviyesinde bulunmuştur.

6.3.4. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin FD/Hasılat ve FD/FAVÖK Çarpanları	
FD/Hasılat	1,55x
FD/FAVÖK	12,29x

Kaynak: Tacirler Yatırım

6.4. Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpanları

Enerjisa ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası enerji ve altyapı şirketleri seçilmiştir. Söz konusu şirketlerin pek çoğunun çokuluslu şirketler olduğu görülmektedir.

6.4.1. Uluslararası Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri

(Milyon ABD Doları)	Piyasa Değeri	Net Borç ve Azınlık Payları	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

6.4.2. Uluslararası Benzer Şirketlerin Firma Değeri / Hasılat Çarpanları

(Milyon ABD Doları)	Firma Değeri	Hasılat	Firma Değeri / Hasılat
Enel S.p.A.	132.608	86.499	1,53x
National Grid plc	73.500	20.940	3,51x
Gas Natural SDG S.A.	47.963	29.537	1,62x
Endesa S.A.	29.381	23.065	1,27x
Innogy SE	41.239	49.495	0,83x
PPL Corporation	41.506	7.353	5,64x
SSE plc	28.118	40.633	0,69x
Power Grid Corporation of India Limited	34.775	4.061	8,56x
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	21.317	2.553	8,35x
ENN Energy Holdings Limited	9.381	6.148	1,53x
Equatorial Energia S.A.	5.018	2.655	1,89x
Energisa S.A.	5.434	4.046	1,34x
ARİTMETİK ORTALAMA			3,07x
SEÇİLMİŞ ARİTMETİK ORTALAMA			1,46x

Kaynak: Tacirler Yatırım

Uç değerler çıkartılmış, Firma Değeri / Hasılat çarpanı 1,0x ile 1,8x arasında olan şirketlerin ortalaması seçilmiş ve 1,46x bulunmuştur.

6.4.3. Uluslararası Benzer Şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanları

(milyon ABDS)	Firma Değeri	FAVÖK	Firma Değeri / FAVÖK
Enel S.p.A.	132.608	16.466	8,05x
National Grid plc	73.500	6.711	10,95x
Gas Natural SDG S.A.	47.963	5.157	9,30x
Endesa S.A.	29.381	3.803	7,73x
Innogy SE	41.239	4.109	10,04x
PPL Corporation	41.506	4.066	10,21x
SSE plc	28.118	3.205	8,77x
Power Grid Corporation of India Limited	34.775	3.623	9,60x
Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.	21.317	1.848	9,99x
ENN Energy Holdings Limited	9.381	904	10,38x
Equatorial Energia S.A.	5.018	472	10,63x
Energisa S.A.	5.434	600	9,06x
ARİTMETİK ORTALAMA			9,69x

Kaynak: Tacirler Yatırım

6.5. Enerjisa Değerlemesi

6.5.1. Enerjisa'nın Değerinin Firma Değeri / Hasılat Çarpanı ile Hesaplanması

Borsa İstanbul şirketleri ile ulaşılan sonuçlar için 1/5 ve uluslararası benzer şirketler ile ulaşılan sonuçlar için ise 4/5 oranında ağırlık verilerek ortalama değere ulaşılmıştır. Bunun temel sebebi, Borsa İstanbul'daki benzer şirketlerin sayısının sadece 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.

(Bin TL)	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı	1,55x	1,46x
Enerjisa'nın Hasılatı	10.775.474	
Enerjisa'nın Firma Değeri	16.701.985	15.732.192
Enerjisa'nın Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017)	7.312.720	
Enerjisa'nın Özsermaye Değeri	9.389.265	8.419.472
Enerjisa'nın Ödenmiş Sermayesi	1.181.069	
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	7,95 TL	7,13 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	1/5	4/5
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	7,29 TL	

Kaynak:Tacirler Yatırım

6.5.2. Enerjisa'nın Değerinin Firma Değeri/ FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması

(Bin TL)	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanı	12,29x	9,69x
Enerjisa'nın FAVÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	2.269.981	
Enerjisa'nın Firma Değeri	27.898.066	21.996.116
Enerjisa'nın Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017)	7.312.720	
Enerjisa'nın Özsermaye Değeri	20.585.346	14.683.396
Enerjisa'nın Ödenmiş Sermayesi	1.181.069	
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	17,43 TL	12,43 TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	1/5	4/5
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	13,23 TL	

Kaynak:Tacirler Yatırım

6.5.3. Enerjisa'nın 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri

(TL)	Firma Değeri / Hasılat	Firma Değeri / FVAÖK
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	7,29	13,43
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ortalama Değer	10,36	

Kaynak:Tacirler Yatırım

7. ENERJİSA'NIN HALKA ARZ FİYAT ARALIĞI

(TL)	Taban Fiyat	Fiyat Aralığının Ortası	Tavan Fiyat
Enerjisa'nın Halka Arz Fiyat Aralığı	6,25	6,875	7,50
Değerleme Sonucu		10,26	
İskonto Oranı	%39,7	%33,6	%27,6

Kaynak: Tacirler Yatırım

8. GÖRÜŞ

Enerjisa için hazırlanan Fiyat Tespit Raporunun kapsamlı, açık ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.

- **Defter Değeri Yöntemi**

Enerjisa'nın en önemli varlıklarının sahip olduğu hakları ve lisansları olması nedeniyle ve bu haklar üzerinde yapılmış bir değerlendirme çalışması olmadığı için defter değeri yönteminin kullanılmamasının uygun olduğunu düşünüyoruz.

- **İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi**

Enerjisa'nın geleceğe dönük projeksiyonlarını paylaşmamış olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımlarının yapılamamasını, Borsa İstanbul'da Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış alanında faaliyet gösteren şirket olmadığını da göz önünde bulundurduğumuzda oldukça önemli bir eksiklik olduğunu düşünüyoruz.

- **Borsa İstanbul ve Uluslararası Benzer Şirketlerin Çarpan Analizi Yöntemi**

Borsa İstanbul'da Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış alanında faaliyet gösteren şirket olmadığını da göz önünde bulundurduğumuzda uluslararası şirketlerin çarpanlarının kullanılmasının ve analizde bu şirketlere verilen ağırlığın uygun olduğunu düşünüyoruz.

Uç noktaların dikkate alınmayarak seçilmiş aritmetik ortalama ve ağırlıklı ortalama kullanımlarının değerlemeye hassasiyet kazandırmış olmakla beraber uygun olduğunu düşünüyoruz.

- **Sonuç**

Enerjisa'nın %39,7-%27,6 iskontolu olarak belirlenen 6,25-7,50 halka arz fiyat aralığını makul buluyoruz.