

ENERJİSA ENERJİ A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*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.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Tarihi	1 - 2 Şubat 2018
Halka Arz Fiyatı	6,25 TL - 7,50 TL
BIST İşlem Kodu	ENJSA
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Pay Adeti (nominal)	212.592.414
Ek Satış Hakkı (nominal)	23.621.378
Halka Açılma Oranı	%18 (Ek satış dahil: %20)
Sermaye	1.181.068.967,12 TL
Halka Arz Büyüklüğü	1,33-1,59 milyar TL (Ek satış dahil: 1,48-1,77 milyar TL)
Tahsisat Grupları	Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar (%5) Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar (%10) Yurtdışı Kurumsal Yatırımcılar (%85)
Satmama Taahhüdü	Enerjisa ve satan ortaklar için 180 gün boyunca
Fiyat İstikrarı	30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2018 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket Profili:

Enerjisa Enerji A.Ş. (Enerjisa), %100 sahibi olduğu 3 perakende satış ve 3 dağıtım şirketi ile Türkiye'nin önemli bölgelerinde faaliyet göstermektedir. Şirketin elektrik dağıtım faaliyetlerini Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ, elektrik perakende satış faaliyetlerini ise Başkent EPSAŞ, AYEPSAŞ ve Toroslar EPSAŞ yürütmektedir.

Başkent EDAŞ ve Başkent EPSAŞ; Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın, Çankırı illerini, **AYEDAŞ ve AYEPSAŞ;** İstanbul ilinin Asya yakasındaki ilçelerini, **Toroslar EDAŞ ve Toroslar EPSAŞ;** Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye, Kilis illerini kapsayan bölgeleri oluşturmaktadır.

2016 sonu 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 müşteriye sahip olan Şirket, Türkiye'nin önde gelen elektrik dağıtım ve perakende satış şirketlerindedir.

Elektrik Dağıtım Faaliyetleri

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.

Aşağıdaki tabloda, aşağıda belirtilen tarihler itibarıyla Şirket'in dağıtım şirketlerine ilişkin bazı işletme bilgileri verilmektedir:

	31 Aralık İtibarıyla			30 Eylül İtibarıyla
	2014	2015	2016	2017
Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DVT) (milyon TL)¹	1,435	2,662	3,914	5,013
Başkent EDAŞ	844	1,353	1,830	2,261
AYEDAŞ	192	491	732	914
Toroslar EDAŞ	399	818	1,352	1,838
Dağıtım şebekesi uzunluğu²	207,106	211,378	217,853	-
Başkent EDAŞ	106,330	107,837	109,659	-
AYEDAŞ	20,790	21,535	23,783	-
Toroslar EDAŞ	79,986	82,006	84,411	-
Bölge nüfusu³	20,006,458	20,337,816	20,603,886	-
Başkent EDAŞ	6,993,155	7,118,017	7,217,587	-
AYEDAŞ	5,075,563	5,182,540	5,228,368	-
Toroslar EDAŞ	7,937,740	8,037,259	8,157,931	-
Dağıtım bağlantı noktası sayısı⁴	9,895,010	10,199,021	10,521,557	10,767,726
Başkent EDAŞ	3,847,126	3,971,976	4,099,788	4,186,209
AYEDAŞ	2,614,737	2,677,030	2,751,857	2,812,681
Toroslar EDAŞ	3,433,147	3,550,015	3,669,912	3,768,836
Dağıtılan elektrik miktarı (TWh)⁵	36.40	38.40	39.70	31.30
Başkent EDAŞ	13.10	13.90	14.30	11.00
AYEDAŞ	10.20	10.80	11.10	8.60
Toroslar EDAŞ	12.90	13.70	14.30	11.70
Trafo merkezi sayısı⁶	56,328	76,232	77,502	-
Başkent EDAŞ	11,014	29,267	28,670	-
AYEDAŞ	6,508	6,707	7,084	-
Toroslar EDAŞ	38,716	40,258	41,748	-
Toplam trafo kapasitesi (bin MVAR)⁷	30,450	32,502	32,639	-
Başkent EDAŞ	12,232	13,156	11,877	-
AYEDAŞ	7,016	7,323	7,806	-
Toroslar EDAŞ	11,202	12,022	12,956	-

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2018 Global Menkul Değerler A.Ş.

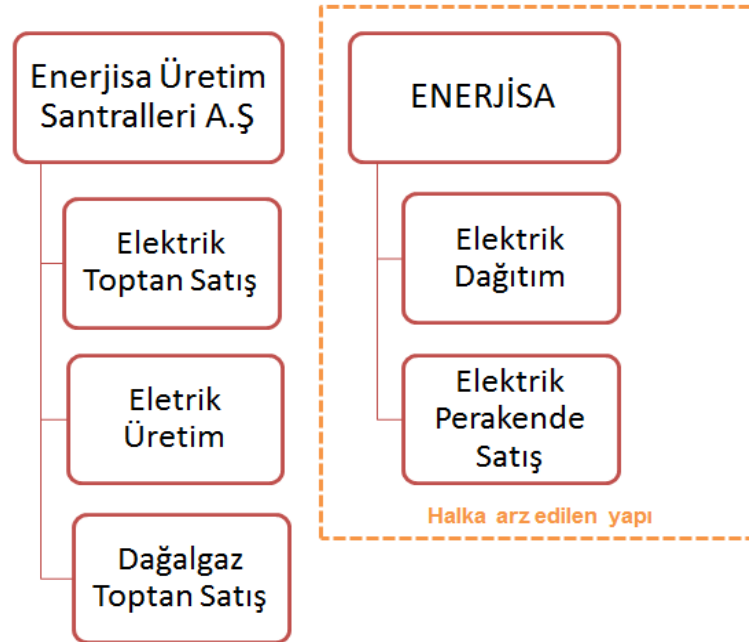
- (1) Yatırımların birim maliyet karşılaştırılmasına tabi tutulmasından sonra tespit edilen düzenlenmiş varlık tabanının göstermektedir.
- (2) Hem yer üstündeki, hem de yer altındaki orta ve düşük gerilim hatları da dahil olmak üzere, ilgili bölgede işletilen dağıtım ağının toplam uzunluğunu göstermektedir.
- (3) TÜİK istatistiklerine göre, ilgili dağıtım bölgesinden ikamet edenlerin toplam sayısını göstermektedir.
- (4) İlgili bölgede diğer özel tedarikçilerin müşterilerinin dağıtım bağlantı noktaları da dahil tüm dağıtım bağlantı noktalarını göstermektedir.
- (5) Şirket'in dağıtım şebekesine bağlı olan ve diğer özel tedarikçilerin müşterilerini de kapsayan tüm tüketicilere dağıtılan elektrik miktarlarını (TWh olarak) göstermektedir.
- (6) TEİAŞ'ın iletim sisteminden ilgili dağıtım sistemine elektriğin dönüştürülmesi için ilgili dağıtım bölgesinde kullanılan trafo merkezlerinin toplam sayısını göstermektedir.
- (7) Dağıtım şebekesinde gerilimi dönüştürmek için kullanılan trafoların toplam kurulu gücünü göstermektedir.

Elektrik Perakende Satış Faaliyetleri

Perakende satış şirketleri, görevli tedarik şirketi olarak münhasıran Şirket'in dağıtım bölgelerinde bulunan serbest tüketici limiti 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 limiti yıllık 2.000 kWh'dır. Şirket perakende satış faaliyetlerini yürütürken, görevli tedarik şirketi konumunda bulunduğu bölgelerdeki mesken müşterileri ile endüstriyel ve ticari müşterilerden oluşan bir müşteri portföyünden faydalandığına inanmaktadır.

2016'da sona eren yılda yaklaşık 32,9 TWh ve 30 Eylül 2017'de sonra eren 9 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. Şirketin toplam müşteri sayısı 2016 itibariyle 9,0 milyona ve 30 Eylül 2017 itibariyle 9,1 milyona ulaşmıştır. Toplam nüfusu 2016 itibariyle 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'nın Kısmi Bölünme Sonrasındaki Yapısı



Ortaklık Yapısı:

Mevcut ortaklardan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş'nin sahip olduğu 106.296.207 TL nominal değerli ve DD Turkey Holdings S.A.R.L.'nin sahip olduğu 106.296.207 TL nominal değerli olmak üzere toplam 212.592.414 TL nominal değerli payların halka arzı gerçekleştirilecektir. (Ek satış dahil 236.213.792 TL nominal değerli paylar)

Arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı						
Ortak	Arz Öncesi		Arz Sonrası		Ek Satış Sonrası	
	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Hacı Ömer Sabancı Holding	590.534.483	50%	484.238.277	41,0%	472.427.587	40%
DD Turkey Holdings S.A.R.L.	590.534.483	50%	484.238.277	41,0%	472.427.587	40%
Halka Açık	0	0%	212.592.414	18,0%	236.213.792	20%
Toplam	1.181.068.967	100%	1.181.068.967	100%	1.181.068.967	100%

Kaynak: Enerjisa

Özet Finansal Veriler:

Bilanço (000 TL)	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Nakit ve Nakit Benzerleri	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
Diğer Alacaklar	272.263	393.471	208.756
Türev araçlar	-	3.886	-
Stoklar	63.471	74.459	101.226
Peşin ödenmiş giderler	13.412	14.156	197.386
Cari Dönem vergisiyle ilgili varlıklar	5.980	238	1.202
Diğer Dönen varlıklar	23.927	4.487	140
Toplam Dönen Varlıklar	2.532.462	2.939.550	3.491.079
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
Toplam Duran Varlıklar	11.488.597	12.191.898	13.506.806
TOPLAM VARLIKLAR	14.021.059	15.131.448	16.997.885
Kısa Vadeli Borçlanmalar	915.335	1.556.770	1.285.764
Uzun Vadeli Borçlanmaların 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	1.238.011
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	15.539	39.230	49.571
Diğer Borçlar	117.718	160.238	112.761
Özelleştirme Dairesine Borçlar	1.188.456	-	-
Türev Araçlar	-	-	37.095
Ertelenmiş Gelirler	173.289	165.733	449.713
Dönem karı vergi yükümlülüğü	8.875	6.316	31.165
Kısa vadeli karşılıklar	167.334	167.879	177.374
Diğer Kısa vadeli yükümlülükler	145.895	170.814	214.486
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.074.438	5.433.861	7.581.337
TOPLAM YÜKÜMLÜLÜKLER	9.655.228	10.384.620	11.797.091
Ödenmiş Sermaye	4.389.585	3.964.528	1.181.069
Toplam Özkaynaklar	4.365.831	4.746.828	5.200.794
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR VE YÜKÜMLÜLÜKLER	14.021.059	15.131.448	16.997.885

Kaynak: Enerjisa

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2018 Global Menkul Değerler A.Ş.

Gelir Tablosu (000 TL)	31/12/2015	31/12/2016	30/09/2017
Gelir	9.153.614	9.103.380	8.591.508 TL
Satışların Maliyeti	-7.108.120	-6.500.956	-6.137.141
Brüt Kar	2.045.494	2.602.424	2.454.367
Genel Yönetim Giderleri	-1.079.790	-1.227.836	-1.035.284
Esas Faaliyetlerden diğer gelirler	123.333	144.651	115.712
Esas Faaliyetlerden diğer giderler	-50.760	-246.929	-248.632
Esas Faaliyet Karı	1.038.277	1.272.310	1.286.163
Finansman gelirleri	31.484	39.729	73.344
Finansman giderleri	-606.854	-797.837	-755.404
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi karı	-126.605	-136.809	-150.137
Dönem vergi gideri	-96.524	-148.215	-56.533
Ertelenmiş Vergi geliri/gideri	-30.081	11.406	-93.604
DÖNEM KARI	336.302	377.393	453.966

Kaynak: Enerjisa

Halka Arz Fiyat Tespiti ve Değerlendirmemiz

DEĞERLEME YÖNTEMLERİ:

- **Defter değeri yöntemi:** Defter Değeri yöntemine göre ortaya çıkan değer göz önünde bulundurulmamıştır.
- **İndirgenmiş nakit akımları analizi:** Şirketin geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonları izahnamede paylaşılmadığı için fiyat tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.
- **Borsa İstanbul'da oluşan piyasa çarpanları analizi:** Firma Değeri /Hasılat, Firma Değeri / FVAÖK
- **Uluslararası Piyasalarda oluşan piyasa çarpanları analizi:** Firma Değeri /Hasılat, Firma Değeri / FVAÖK

Enerjisa'nın Değerinin Firma Değeri/Hasılat Çarpanı ile hesaplanması

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 (30.09.2017)	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	7.65 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	

Enerjisa'nın değerinin Firma Değeri / FVAÖK Çarpanı ile hesaplanması

(aksi belirtilmedikçe bin TL)	Borsa İstanbul Şirketleri	Uluslararası Benzer Şirketler
Benzer Şirketlerin Ortalama Çarpanları	12,29x	9,56x
Enerjisa'nın FVAÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	2.269.981	
Enerjisa'nın Firma Değeri	27.898.066	21.701.018
Enerjisa'nın Net Borç Pozisyonu (30 Eylül 2017)	7.312.720	
Enerjisa'nın Özsermaye Değeri	20.585.346	14.388.298
Enerjisa'nın Ödenmiş Sermayesi	1.181.069	
1 TL Nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Değer	17,43 TL	12,18TL
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	1/5	4/5
1 TL nominal Değerli Enerjisa Payı Başına Düşen Ağırlıklı Ortalama Değer	13,23 TL	

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2018 Global Menkul Değerler A.Ş.

Enerjisa'nın 1 TL Nominal Değerli Pay Başına Özsermaye Değeri

(TL)	Firma Değeri /Hasılat	Firma Değeri /FAVÖK
1 TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen değer	7.29	13.23
1 TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen <u>ortalama değer</u>	10.26	

SONUÇ:

Halka arz fiyat aralığı 6,25 TL-7,50 TL olup, fiyat aralığının tavanı ve tabanı, değerlendirme sonucuna göre sırasıyla %26,9 ve %39,1 oranlarında iskontoludur.

(TL)	Taban Fiyat	Fiyat Aralığının Ortası	Tavan Fiyat
Enerjisa'nın Halka Arz Fiyat Aralığı	6.25	6.875	7.5
Değerleme Sonucu	10.26		
İskonto Oranı	-39.1%	-33.0%	-26.9%

Fiyat Tespit Raporu'na göre değerlendirmemizde;

- Fiyat tespit raporunda yapılan bilgilendirmenin yeterince açıklayıcı olduğunu düşünüyoruz.
- Şirketin elinde bulundurduğu önemli varlıkların, geleceğe yönelik projeksiyonlarının bulunmadığından ötürü defter değeri yöntemi sonucunda ortaya çıkan değer göz önünde bulundurulmamasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler içinde tamamen dağıtım ve perakende satış faaliyetinde bulunan şirket olmadığından dolayı AKSEN ve ZOREN'in benzer şirket olarak seçilmesini uygun buluyoruz. Bununla birlikte FD/Satışlar çarpanında Zorlu Enerji'nin 2.0x'in üzerinde uç değer olarak çıkmasından dolayı değerlemeye alınmazken, FD/FAVÖK çarpanını dikkate aldığımızda Zorlu Enerji'ye bünyesinde dağıtım ve perakende satış faaliyetinin de bulundurmasından dolayı daha fazla ağırlık verilmesinin uygun olduğuna inanıyoruz.
- Seçilen uluslararası şirketlerin çoğunluğunun dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinin bulunmasının ve ayrıca değerlendirmede uç değerlerin dikkate alınmamasından ötürü makul bir karşılaştırma doğurduğunu düşünüyoruz. Dolayısıyla, uluslararası benzer şirketlerin çarpanlarına faaliyet konularından ötürü, BİST'te işlem gören şirketlere göre daha fazla ağırlık verilmesinin uygun bir yaklaşım olduğuna inanıyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde düzeltilmiş FAVÖK (yatırım harcamaları geri ödemeleri dahil) kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Ancak geleceğe yönelik projeksiyonların verilmesi ve bunun sonucunda indirgenmiş nakit akım analizine dayalı değerlemeye yer verilseydi daha sağlıklı bir değerlendirme sunabilirdi diye düşünüyoruz.
- Sonuç olarak EnerjiSA'nın değerlemesi amacıyla "Çarpan Analizi" yöntemi kullanılmıştır. Bu doğrultuda yapılan değerlemeye göre halka arz taban ve tavan fiyat aralığının sırasıyla %39,1 ve %26,9 iskontoya tekbaül etmesini dikkate alarak halka arz fiyatının makul olduğuna inanıyoruz.