

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Enerjisa Enerji A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Enerjisa Halka Arz Bilgileri

Enerjisa Enerji A.Ş.	
Borsa Kodu	ENJSA
Halka Arz Yöntemi	Mevcut Ortakların Pay Satışı
Halka Arz Şekli	Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurtdışı Kurumsal : 85 Yurtiçi Kurumsal : %10 Yurtiçi Bireysel : %5
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	1-2 Şubat 2018
Halka Arz Öncesi Sermaye	1.181.068.967 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satışı	212.592.414 TL
Ek Satış	23.621.378 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	1.181.068.967 TL
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Hariç	18,0%
Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil	20,0%
Talep Toplama Fiyatı - Taban	6,25 TL
Talep Toplama Fiyatı - Tavan	7,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü - Taban (Ek Satış Hariç)	1.328.702.588 TL
Halka Arz Büyüklüğü - Tavan (Ek Satış Hariç)	1.594.443.105 TL
Halka Arz Büyüklüğü - Taban (Ek Satış Dahil)	1.476.336.200 TL
Halka Arz Büyüklüğü - Tavan (Ek Satış Dahil)	1.771.603.440 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri - Taban	7.381.681.044 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri - Tavan	8.858.017.253 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K Kaydırılmış - Taban	18,02
F/K Kaydırılmış - Tavan	21,63
FD/FAVÖK Kaydırılmış - Taban	6,47
FD/FAVÖK Kaydırılmış - Tavan	7,12
PD/DD 2017/09 - Taban	1,42
PD/DD 2017/06 - Tavan	1,70

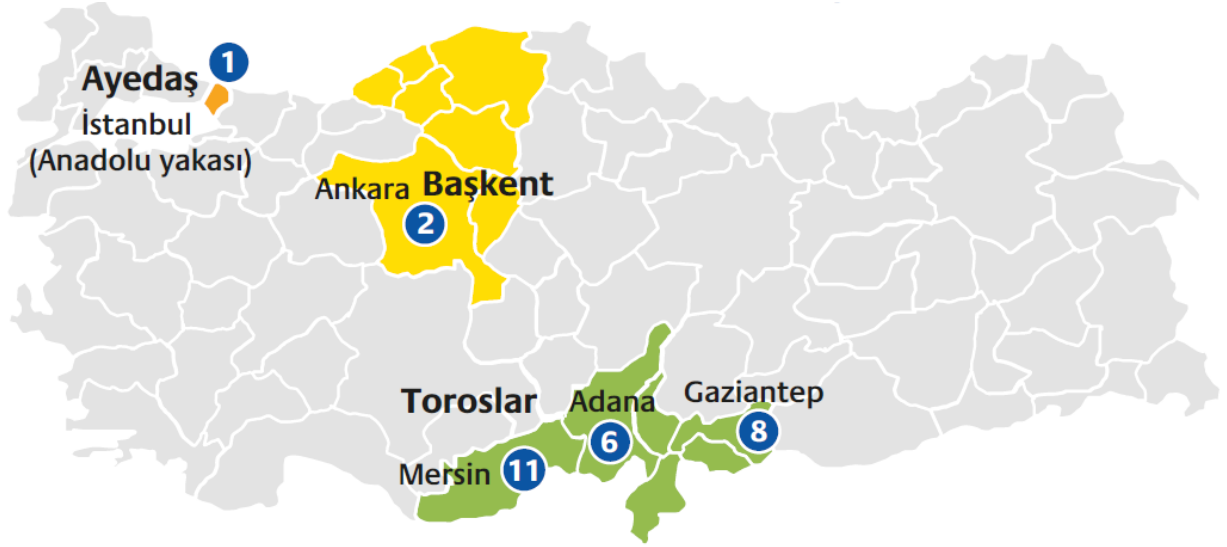
Özet Bilgi

- Sabancı Holding ve E.ON'un %50'şer payla ortak olduğu Enerjisa'nın ödenmiş sermayesi 1,2 milyar TL'dir. 212,6 milyon TL nominal payın halka arzı ile halka açıklık oranı %18 olurken ek satış dahil edildiğinde halka açıklık %20 olacaktır.
- Sabancı Holding Türkiye'nin önde gelen sanayi gruplarından birisi olup birçok sektörde faaliyet göstermektedir. Ülke çapındaki marka bilinirliği ve markaya güvenilirliği yüksek olup perakende sektöründe de deneyim sahibidir. Holding'in kendisi dahil birçok iştiraki Borsa İstanbul'da hali hazırda işlem görmektedir.
- E.ON Avrupa'da 22 milyondan fazla perakende müşterisine hizmet verirken 754.000 km'lik dağıtım şebekesi ve 19 milyar AVRO düzenlenmiş varlık tabanı olan bir şirkettir. Şirketin payları Frankfurt Borsa'sından işlem görmektedir.
- 1996 yılında faaliyetine otoprodüktör olarak başlayan Enerjisa zamanla üretim portföyünü genişletmiş ve Başkent, Ayedaş ve Toroslar Elektrik Dağıtım Şirketleri'ni bünyesine katmıştır.
- Başkent Elektrik Dağıtım 2009 yılında Enerjisa bünyesine geçmiş olup Eylül 2036 yılında imtiyaz sözleşmesi sona erecektir. Toplam 7,2 milyon TL nüfusa sahip olan bölgede 110.000 km'lik dağıtım ağı bulunmaktadır. Sayaç sayısı ve yüzölçümü açısından Türkiye'nin en büyük dağıtım bölgesidir.
- Ayedaş 2013 yılında özelleşmiş olup İstanbul'un Anadolu Yakasını içermektedir. 5,2 milyon nüfusa sahip olan bölgenin dağıtım ağı uzunluğu 24.000 km'dir. İmtiyaz sözleşmesi Aralık 2042'de sona erecektir.
- Toroslar 2013 yılında özelleşmiş olup 8,2 milyon nüfusa ve 84.000 km dağıtım ağına sahiptir. İmtiyaz sözleşmesi 2042 Aralık'ta sona erecektir.
- **Önemli Hatırlatma: Halka arz edilen Enerjisa Enerji A.Ş. sadece dağıtım ve perakende elektrik satış faaliyetlerini sürdürmektedir. Enerjisa Grubu'nda yer alan elektrik üretim santralleri halka arz kapsamında değildir.**
- 28 Nisan 2017 tarihine kadar Enerjisa bünyesinde hem dağıtım hem de elektrik üretim operasyonları beraber yapılıyorken elektrik üretim operasyonları kısmi bölünme yoluyla bir başka şirkete aktarılmıştır.

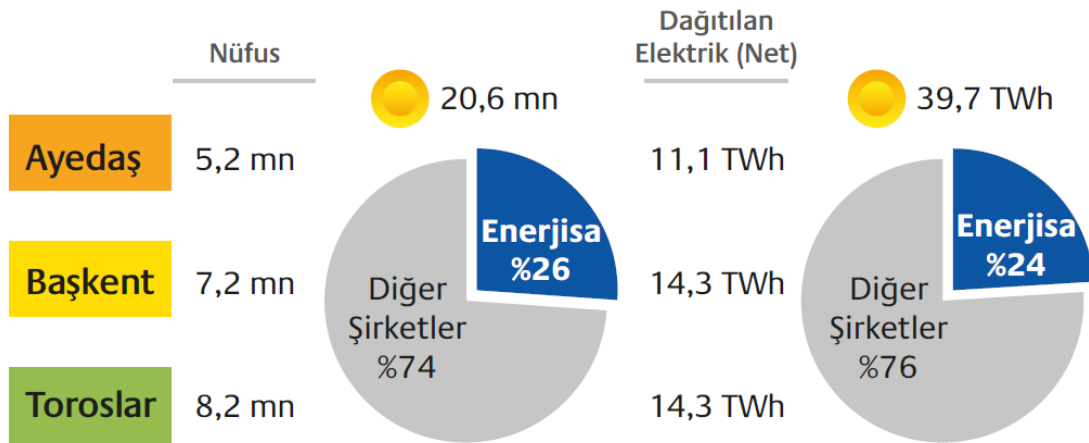
Ortaklık Yapısı

Enerjisa Ortaklık&Oy Hakkı Yapısı	Halka Arz Öncesi		Ek Satış Hariç Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil Halka Arz Sonrası	
	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	590.534.484	50,0%	484.238.277	41,0%	472.427.588	40,0%
DD Turkey Holdings S.A.R.L. (E.ON)	590.534.484	50,0%	484.238.277	41,0%	472.427.588	40,0%
Halka Açılacak Kısım			212.592.414	18,0%	236.213.792	20,0%
Toplam	1.181.068.967	100,0%	1.181.068.967	100,0%	1.181.068.967	100,0%

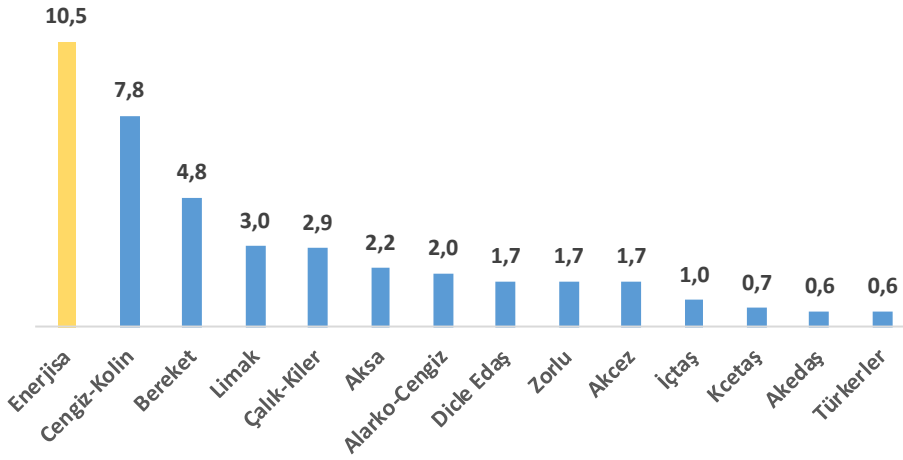
Paylarda tesis edilmiş herhangi bir imtiyaz hakkı bulunmamaktadır.



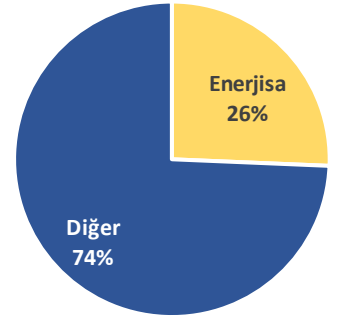
- 10 milyar TL'nin üzerinde ciroya sahip olan Enerjisa sahip olduğu 3 dağıtım bölgesiyle Türkiye'de lider pozisyonundadır. 9 milyon müşterisiyle %22 pazar payı bulunan şirket 10,5 milyon sayaca elektrik dağıtımını yapmaktadır.



Sayaç Sayıları

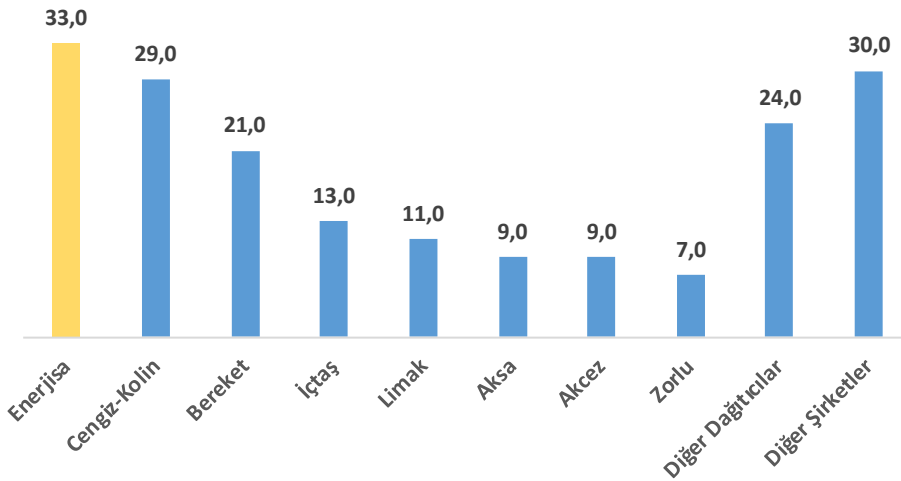


Sayaç Sayısı Pazar Payı

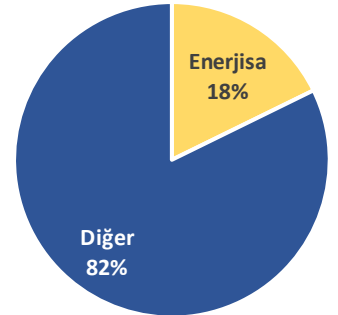


- Sahip olduğu 3 dağıtım bölgesindeki 10,5 milyon sayaçla sektörde lider olan Enerjisa'nın sayaç sayısı bakımından pazar payı %26 seviyesindedir. Her 4 kişiden 1'ine elektrik dağıtan şirket yılda 120 milyon sayaç okumaktadır.

Satış Hacimleri, TWh



Satış Hacmi Pazar Payı



- Enerji perakende şirketleri serbest müşteri sınıfına giren (yıllık tüketim >2MWh) tüketicilere kendi dağıtım bölgesinde olmasa dahi elektrik satışı yapabilmektedir. Enerjisa 2016 itibarıyla 33 TWh satış hacmiyle %18 Pazar payına sahip olup sektörde lider konumdadır.

- Elektrik dağıtım sektörü EPDK tarafından son derece sıkı kurullarla regüle edilen ve birçok durumun mevzuatla belirlendiği nadir sektörlerden bir tanesidir. Bu minvalde sektörün mevzuat boşluğu az olmakla beraber her geçen gün eksiklikler giderilmektedir.
- Türkiye’de kişi başı elektrik tüketimi 2016 yılı itibariyle yıllık 3.000 kWh civarında iken bu rakam Fransa ve Almanya’da 8.000, İtalya’da 5.000 seviyesindeyken Avrupa ülkelerinden sadece Romanya 3.000 seviyesinin altındadır. Bu anlamda ekonominin büyümesiyle beraber artan refah kişi başı tüketimi de artıracaktır.
- Enerjisa dağıtım faaliyetlerinde EPDK’nın belirlediği tavan içerisinde yatırım harcaması gerçekleştirmekte, sonrasında bu yatırım tutarı her yıl enflasyonla artırılmakta ve devlet tarafından 10 yılda geri ödenmektedir. Her yıl EPDK’nın tespit ettiği Düzenlenmiş Varlık Tabanı (kümülatif net yatırım-itfalar düşülmüş) üzerinden Reel Makul Getiri Oranı’na göre dağıtım şirketine finansal gelir ödemesi yapmaktadır. Ayrıca verimliliği teşvik etmek amacıyla yatırım gereksinimini ölçek ekonomisine göre daha uygun maliyetle yapan dağıtım şirketi aradaki farkla orantılı olarak karlı çıkmaktadır. Yine EPDK’nın her yıl belirlediği kayıp kaçak oranlarının altında bir rakamla yılı tamamlayan dağıtım şirketi ödüllendirilmektedir.
- Dağıtım şirketleri değiştirilen mevzuat sonrası elektrik satışı gerçekleştirmemektedir. Bunun yerine her bir dağıtım şirketi kendi elektrik perakende şirketini kurmuş ve kendi bölgesindeki serbest olmayan müşterilerine bu şirket üzerinden elektrik satışı yapmaktadır. Serbest olmayan müşteri EPDK tarafından belirlenen tarifeye elektrik alırken perakende şirketi TETAŞ’tan sağlamaktadır. Bir başka deyişle TETAŞ’tan satın alınan elektrik sadece serbest olmayan müşterilere satılabilmektedir.

Mali Tablolar

Enerjisa Gelir Tablosu, Bin TL	2014/12	2015/12	2016/12	2016/09	2017/09	Son 4Ç	16/15 Değ.	17/16 Değ.
Perakende Satış Geliri	5.943.531	6.534.463	5.543.040	4.233.745	5.271.754	6.581.049	-15,2%	24,5%
Perakende Satış Hizmet Geliri	157.378	204.659	243.962	185.030	182.578	241.510	19,2%	-1,3%
Dağıtım Geliri	1.696.176	2.032.584	2.704.241	2.040.103	2.469.729	3.133.867	33,0%	21,1%
İmtiyaz Sözleşmesi Finansal Gelir	208.758	310.955	609.628	459.233	665.392	815.787	96,1%	44,9%
Diğer Satışlar	58.578	70.953	2.509	1.303	2.055	3.261	-96,5%	57,7%
Toplam Hasılat	8.064.421	9.153.614	9.103.380	6.919.414	8.591.508	10.775.474	-0,5%	24,2%
Uyarlanmış FAVÖK	569.161	1.231.559	1.494.742	1.227.342	1.512.327	1.779.727	21,4%	23,2%
<i>Uyarlanmış FAVÖK Marjı</i>	<i>7,1%</i>	<i>13,5%</i>	<i>16,4%</i>	<i>17,7%</i>	<i>17,6%</i>	<i>16,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>-0,1%</i>
Dağıtım Segmenti	425.117	938.330	1.206.598	996.452	1.354.326	1.564.472	28,6%	35,9%
<i>Dağıtım Segmenti FAVÖK Marjı</i>	<i>21,7%</i>	<i>38,9%</i>	<i>36,4%</i>	<i>39,8%</i>	<i>43,2%</i>	<i>39,6%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>3,3%</i>
Perakende Segmenti	145.133	279.621	289.772	231.263	167.896	226.405	3,6%	-27,4%
<i>Perakende Segmenti FAVÖK Marjı</i>	<i>2,4%</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,0%</i>	<i>5,2%</i>	<i>3,1%</i>	<i>3,3%</i>	<i>0,9%</i>	<i>-2,2%</i>
Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri	210.181	200.333	443.235	332.426	443.778	554.587	121,2%	33,5%
Uyarlanmış FAVÖK+Yat. Har. G. Öd.	779.342	1.431.892	1.937.977	1.559.768	1.956.105	2.334.314	35,3%	25,4%
Finansman Geliri	68.647	31.484	39.279	35.402	73.344	77.221	24,8%	107,2%
Finansman Gideri	-639.991	-606.854	-797.837	-557.378	-755.404	-995.863	31,5%	35,5%
Vergi Öncesi Kar	-263.707	462.907	514.202	549.769	604.103	568.536	11,1%	9,9%
Vergi Gideri	-13.007	-126.605	-136.809	-127.956	-150.137	-158.990	8,1%	17,3%
Dönem Karı	-276.714	336.302	377.393	421.813	453.966	409.546	12,2%	7,6%

Enerjisa Bilanço, Bin TL	2016/12	2017/09
Dönen Varlıklar	2.939.550	3.491.079
Nakit ve Benzerleri	74.570	155.194
Finansal Varlıklar	653.754	660.192
Ticari Alacaklar	1.720.529	2.166.983
Diğer Alacaklar	393.471	208.756
Türev Alacaklar	2	0
Stoklar	74.459	101.226
Diğer Dönen Varlıklar	22.765	198.728
Duran Varlıklar	12.191.898	13.506.806
Diğer Alacaklar	230.735	490.921
Finansal Varlıklar	3.639.552	4.873.333
Maddi Duran Varlıklar	58.010	85.150
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.891.350	7.748.097
Diğer Duran Varlıklar	372.251	309.305
Toplam Varlıklar	15.131.448	16.997.885
Enerjisa Bilanço, Bin TL	2016/12	2017/09
Kısa Vadeli Yükümlülükler	4.950.759	4.215.754
KV Finansal Yükümlülükler	1.556.770	1.463.482
UV Finansal Yük. KV Kısımları	1.541.024	590.717
Diğer Fin. Yük.	25.087	29.097
Ticari Borçlar	1.117.668	1.060.293
Çal. Sağ. Fay. Kap. Bor.	39.230	59.571
Diğer Borçlar	160.238	112.761
Türev Araçlar	0	37.095
Ertelenmiş Gelirler	165.733	449.713
Diğer Kısa Vadeli Yük.	345.009	413.025
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.433.861	7.581.337
UV Finansal Yük.	3.200.000	5.121.987
Diğer Finansal Yük.	245.134	262.631
Diğer Borçlar	880.004	1.068.335
Ertelenmiş Gelirler	25.617	4.835
Diğer UV Yükümlülükler	1.083.106	1.123.549
Özkaynaklar	4.746.828	5.200.794
Sermaye	3.964.528	1.181.069
Sermaye Düzeltme Farkları	0	2.836.364
Geçmiş Yıl Karları	268.586	552.226
Net Dönem Karı	377.393	453.966
Toplam Kaynaklar	15.131.448	16.997.885
Net Borç	6.493.445	7.312.720

Değerleme

- Tacirler Yatırım, Enerjisa'nın halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı metodu kullanmamış sadece Çarpan metodunu kullanmıştır.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Enerjisa özelinde faaliyet gösterilen sektör ve devralınan şirketlerin özelleştirme yoluyla alınması sebebiyle sahip olduğu özel şartlar, EPDK'nın sektör üzerindeki düzenlemeleri ve dağıtım şirketlerinin nakit akışına olası etkisinin daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılmasının gerektiği kanaatindeyiz.
- Bu bağlamda İNA'nın kullanılmamış olmasını değerlemede bir eksiklik olarak addetmekle beraber geleceğe yönelik projeksiyonların izahnamede yer almaması nedeniyle kullanılmamasını anlaşılır buluyoruz.

Piyasa Çarpanları Metodu

- Tacirler Yatırım tarafından Enerjisa'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro ve 2017/09 bilanço verileri ile kaydırılmış son 4 çeyrek gelir tablosu rakamları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olmakla beraber Fiyat/Kazanç çarpanının da değerlemede yaygın kullanılan çarpanlardan birisi olması nedeniyle Enerjisa'nın halka arz fiyatının tespitinde kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin çarpanları ve uluslararası benzer şirketlerin çarpanları analiz edilmiş ve belli ağırlıklarla kullanılmıştır.

Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketler

- İşlem gören şirketler arasında sadece elektrik dağıtımı ve satışı yapan şirketler bulunmayıp tamamı üretim işiyle de iştigal etmektedir. Tacirler Yatırım bünyesinde Osmangazi EDAŞ'ı bulunduran Zorlu Enerji (ZOREN) ve işlem gören şirketler arasında en yüksek piyasa değerine sahip olan Aksa Enerji'yi (AKSEN) analiz etmiş ve çarpanlarını kullanmıştır. Her iki şirket de ana faaliyet olarak elektrik üretimi işiyle uğraşmaktadır. Üretim ve dağıtım işleri doğası ve maruz kaldıkları riskleri itibarıyla birbirinden oldukça farklılık göstermektedir. Borsa İstanbul'da işlem gören ve birebir Enerjisa'nın faaliyet gösterdiği alanlarda faaliyet gösteren şirket olmaması değerlemeyi yapan kurumu bu şirketlerin verilerini kullanmaya mecbur bıraktığı için bu durumu anlaşılır buluyoruz.

Yurtdışı Borsalarda işlem gören benzer şirketler

- Yurtdışı borsalarda kote olan 12 şirketin çarpan verileri kullanılarak Enerjisa için halka arz değeri tespit edilmiştir. Bununla birlikte yurtdışı şirketlerin maruz kaldığı piyasa faiz oranı, vergi oranı ve büyüme beklentileri Türkiye özelinden farklılaşabilmekte ve bu durum çarpan değerlemede kendine yer bulamamaktadır.
- Fiyat tespit raporunda Enerjisa'nın FAVÖK hesaplamasında ilgili raporlama standardı gereği şirketin yaptığı yatırımların geri ödemesinin yer almadığı, bu yüzden hesaplanan FAVÖK tutarına yurtdışı şirketlerle uyumlu olabilmesi adına yatırım harcamaları geri ödemesi tutarının eklendiği belirtilmiştir. Yorumu açık olan bu durumun değerlemeye etkisinin en doğru şekilde İndirgenmiş Nakit Akımı analiziyle ölçülebileceğini düşünüyoruz. Çünkü yurtdışı şirketlerde yatırımların geri

ödemesi FAVÖK'te takip edilse dahi geri ödeme süresi Türkiye'de uygulanan 10 yıldan daha fazla olabilmekte ve böylece Enerjisa'nın FAVÖK'üne eklenen yatırım harcaması geri ödemeleri vade uyumsuzluğundan dolayı diğer şirketlere göre fazla olabilmektedir. Bu durum değerlemede kullanılan FAVÖK+yatırım harcamaları geri ödemesinin olması gerekenden yüksek olma riskini beraberinde getirmektedir.

- Tacirler Yatırım BİST şirketleri FD/Ciro çarpanını kullanırken 3,14x olan ZOREN'in çarpanını değerlemeye dahil etmemiştir. Muhafazakar olan bu yaklaşımı makul buluyoruz. Aynı şekilde yurtdışı benzer şirketlerde uç değer olarak kabul edilebilecek 1,8'in üstü ve 1,0'ın altında olan FD/Ciro çarpanlarını değerlemeye dahil etmemiştir.
- Fiyat tespit raporunda kullanılan FAVÖK ve yatırım harcamaları geri ödemeleri izahnamede yer alan rakamların bir miktar altında yer almaktadır. Söz konusu durum değerlemenin muhafazakar tarafta kalmasını beraberinde getirmiştir.

Borsa İstanbul'da İşlem Gören Şirket Çarpanlarına Göre Enerjisa Piyasa Değeri						
Milyon TL	Ciro	FAVÖK	FD	PD	FD/Ciro	FD/FAVÖK
AKSEN	3.531	424	5.477	2.704	1,55	12,92
ZOREN	2.934	770	9.226	3.340	3,14	11,98
Ağırlıklı Ortalama Çarpan					1,55	12,29
Enerjisa Çarpan Değeri					9.401	21.385
Enerjisa Hisse Başı Değer, TL					7,96	18,11

- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına göre Enerjisa'nın piyasa değeri 21.385 milyon TL olurken FD/Ciro çarpanına göre 9.401 olmaktadır. Hisse başı fiyatlar da sırasıyla 18,11 TL ve 7,96 TL hesaplanmaktadır.

Yurtdışı Borsalarda İşlem Gören Şirket Çarpanlarına Göre Enerjisa Piyasa Değeri						
Milyon Dolar	Ciro	FAVÖK	FD	PD	FD/Ciro	FD/FAVÖK
Enel S.p.A.	86.499	16.466	132.608		1,53	8,05
National Grid	20.940	6.711	73.500		3,51	10,95
Gas Natural SDG S.A.	29.537	5.157	47.963		1,62	9,30
Endesa S.A.	23.065	3.803	29.381		1,27	7,73
Innogy	49.495	4.109	41.239		0,83	10,04
PPL Corp.	7.353	4.066	41.506		5,64	10,21
SSE plc	40.633	3.205	28.118		0,69	8,77
Power Grid Corp. Of India	4.061	3.623	34.775		8,56	9,60
Terna Rete Elettrica	2.553	1.848	21.317		8,35	11,54
ENN Energy Holdings Ltd	6.148	904	9.381		1,53	10,38
Equatorial Energia S.A.	2.655	472	5.018		1,89	10,63
Energisa S.A.	4.046	600	5.434		1,34	9,06
Aritmetik Ortalama					3,07	9,69
Seçilmiş Ortalama					1,46	9,69
Enerjisa Çarpan Değeri (Milyon TL)					8.419	15.301
Enerjisa Hisse Başı Değer, TL					7,13	12,95

- Yurtdışı borsalarda işlem gören şirketlerin FD/FAVÖK çarpanına göre Enerjisa'nın piyasa değeri 15.301 milyon TL olurken FD/Ciro çarpanına göre 8.419 olmaktadır. Hisse başı fiyatlar da sırasıyla 12,95 TL ve 7,13 TL hesaplanmaktadır.

Hisse Başı Ortalama Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri					
Metod	BİST	Ağırlık	Yurtdışı	Ağırlık	Hisse Başı Değer
FD/FAVÖK	18,11	10%	12,95	40%	10,64
FD/Ciro	7,96	10%	7,13	40%	

- Yurtiçinde benzer şirket sayısının az olması nedeniyle yurtiçi benzer şirketlerden elde edilen değerlere %20 (%10 FD/FAVÖK ve %10 FD/Ciro), yurtdışı benzer şirketlerden elde edilen değere %80 (%40 FD/FAVÖK ve %40 FD/Ciro) ağırlık verilmiştir. Yurtdışı benzer şirketlerden elde edilen değerlerin daha düşük olması nedeniyle yapılan ağırlıklandırmanın muhafazakar ve makul olduğu kanaatindeyiz. Yapılan ağırlıklandırma neticesinde şirket için hisse başı 10,64 TL çarpan değeri hesaplanmaktadır.

Talep Toplam Fiyat Aralığına Göre İskonto & Çarpanlar						
TL	Hisse Başı Fiyat	Halka Arz İskontosu	FD/FAVÖK	FD/Ciro	F/K	PD/DD
Taban	6,25	-41,3%	6,29	1,36	18,02	1,42
Tavan	7,50	-29,5%	6,93	1,50	21,63	1,70

- Halka arz talep toplama fiyat aralığı 6,25 TL ve 7,50 TL olarak belirlenmiş ve hesaplanmış olan 10,64 TL ağırlıklandırılmış çarpan değerine göre iskonto oranları sırasıyla %41,3 ve %29,5 olmuştur. FD/FAVÖK çarpanı taban ve tavan fiyatta sırasıyla 6,29 ve 6,93 hesaplanırken FD/Ciro çarpanı sırasıyla 1,36 ve 1,50 olmaktadır. F/K çarpanı taban ve tavan fiyatta sırasıyla 18,02 ve 21,63 olurken PD/DD çarpanı 1,42 ve 1,70 hesaplanmaktadır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Enerjisa'nın fiyat tespitinde sadece çarpan metodu kullanılmış olup indirgenmiş Nakit Akımları kullanılmamıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Enerjisa özelinde faaliyet gösterilen sektör ve devralınan şirketlerin özelleştirme yoluyla alınması sebebiyle sahip olduğu özel şartlar, EPDK'nın sektör üzerindeki düzenlemeleri ve dağıtım şirketlerinin nakit akışına olası etkisinin daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılmasının gerektiği kanaatindeyiz. Bu bağlamda İNA'nın kullanılmamış olmasını değerlendirilmede bir eksiklik olarak addetmekle beraber geleceğe yönelik projeksiyonların izahnamede yer almaması nedeniyle kullanılmamasını anlaşılır buluyoruz.
- Fiyat tespit raporunda Enerjisa'nın FAVÖK hesaplamasında ilgili raporlama standardı gereği şirketin yaptığı yatırımların geri ödemesinin yer almadığı, bu yüzden hesaplanan FAVÖK tutarına yurtdışı şirketlerle uyumlu olabilmesi adına yatırım harcamaları geri ödemesi tutarının eklendiği belirtilmiştir. Yorumu açık olan bu durumun değerlemeye etkisinin en doğru şekilde indirgenmiş

Nakit Akımı analiziyle ölçülebileceğini düşünüyoruz. Çünkü yurtdışı şirketlerde yatırımların geri ödemesi FAVÖK'te takip edilse dahi geri ödeme süresi Türkiye'de uygulanan 10 yıldan daha fazla olabilmekte ve böylece Enerjisa'nın FAVÖK'üne eklenen yatırım harcaması geri ödemeleri vade uyumsuzluğundan dolayı diğer şirketlere göre fazla olabilmektedir. Bu durum değerlemede kullanılan FAVÖK+yatırım harcamaları geri ödemesinin olması gerekenden yüksek olma riskini beraberinde getirmektedir.

- Enerjisa'nın halka arz fiyatının belirlenmesinde Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), FD/Ciro ve 2017/09 bilanço verileri ile kaydırılmış son 4 çeyrek gelir tablosu rakamları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanlar piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olmakla beraber Fiyat/Kazanç çarpanının da değerlemede yaygın kullanılan çarpanlardan birisi olması nedeniyle Enerjisa'nın halka arz fiyatının tespitinde kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Borsa İstanbul'da işlem gören ve birebir Enerjisa'nın faaliyet gösterdiği alanlarda faaliyet gösteren şirket olmaması değerlemeyi yapan kurumu bu AKSEN ve ZOREN şirketlerinin verilerini kullanmaya mecbur bıraktığı için bu durumu anlaşılır buluyoruz. Yurtdışındaki benzer şirket sayısının fazla olması nedeniyle bu şirketlerden hesaplanan değere daha fazla ağırlık verilmesini uygun buluyoruz. Bu şirketlerin çarpanlarının yurtiçi şirketlere göre daha düşük olması değerlemeyi muhafazakar tarafa taşımıştır.
- Talep toplama fiyatının belirlenmesinde hesaplanan ağırlıklandırılmış çarpan değerine uygulanan %30 ve %41 iskonto oranlarının değerlendirilme yapılırken oluşabilecek yukarı yönlü fiyat risklerini egele edebilecek yeterli büyüklükte olduğu kanaatindeyiz.
- Sonuç olarak Enerjisa Enerji A.Ş. halka arz fiyat aralığının makul olduğunu düşünmekteyiz.