



# **ENERJİSA ENERJİ A.Ş.**

## **“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ**

**OCAK 2018**



---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. SEKTÖREL BİLGİ</b>	<b>4</b>
<b>III. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>5</b>
<b>IV. FİNANSAL BİLGİLER</b>	<b>12</b>
<b>V. DEĞERLEME</b>	<b>14</b>
<b>VI. GÖRÜŞ ve SONUÇ</b>	<b>17</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ziraat Yatırım") tarafından Tacirler Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin ("Tacirler Yatırım") lider aracı kurum olduğu Enerjisa Enerji A.Ş. (kısaca "Enerjisa" 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 izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## I. Halka Arza İlişkin Bilgiler

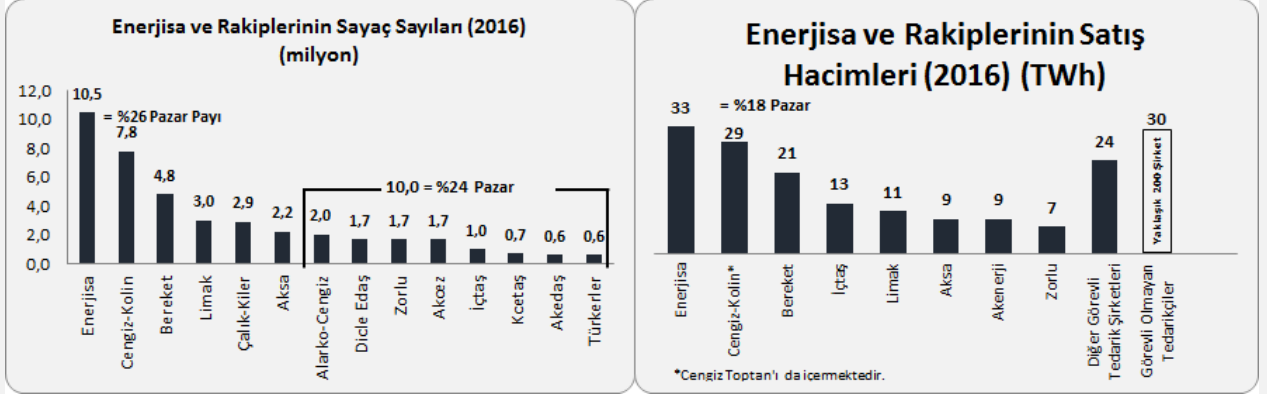
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 1.181.068.967 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 1.181.068.967 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 212.592.414 TL nominal- Ortak Satışı* (23.621.378 TL nominal - Ek Satış-ortak satışı)
Halka Arz Şekli	■ Fiyat Aralığı İle Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	■ 6,25 - 7,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 1.328.702.588 TL – 1.594.443.105 TL (ek satış hariç) 1.476.336.200 TL – 1.771.603.440 TL (ek satış dâhil)
Halka Arz Oranı	■ %18 (ek satış hariç) %20 (ek satış dahil)
Halka Arz Tarihi	■ 1-2 Şubat 2018
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 7-8 Şubat 2018 / Yıldız Pazar
Tahsisat Oranları	■ Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar %85 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar %10 Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar %5
Konsorsiyum Lideri	■ Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	■ Şirket payların BİAŞ'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 180 gün boyunca dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, ■ Mevcut ortaklar, payların BİAŞ'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca halka arz fiyatının altında satmayacağını, taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	■ Payların ilk işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanacaktır.

\* Ana ortaklar olan Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ve DD Turkey Holdings S.A.R.L. pay satışı yapacaktır.

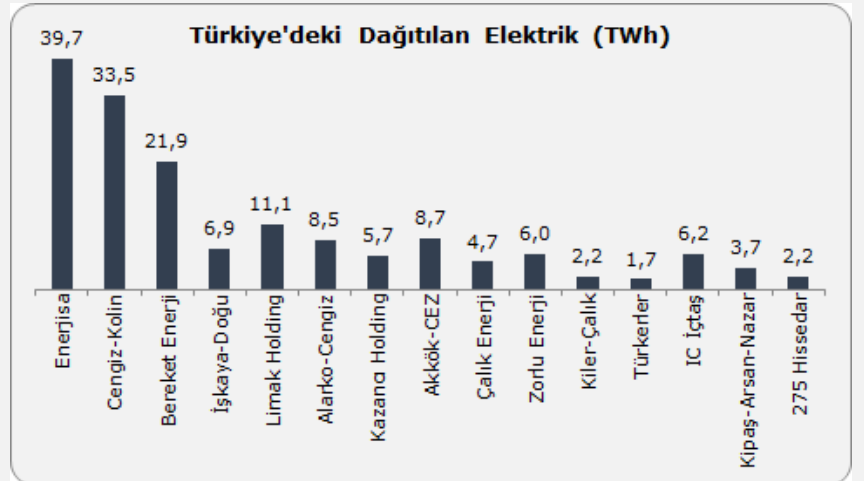
## II. Sektörel Bilgi

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Enerjisa Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Dünya genelinde olduğu gibi fosil yakıtlara bağımlı olan Türkiye'de 2016 yılı itibarıyla fosil yakıtların enerji tüketimine oranı %85'in üzerindedir.
- ✓ Türkiye'de %15 olan yenilenebilir enerji kaynaklarının payı, dünya genelindeki %10'luk oranla kıyaslandığında oldukça yüksek seviyede olduğu görülmektedir.



- ✓ Türkiye'nin enerji tüketiminin büyüme oranı, dünya genelindeki büyüme oranından daha yüksek olduğu için 2006 yılında dünya enerji tüketiminde %0,85 paya sahip olan Türkiye'nin payı, 2016 yılı itibarıyla %1,04 seviyesine yükselmiştir.
- ✓ Türkiye'de elektrik üretimi kurulu gücü, 30 Kasım 2017 tarihi itibarıyla 83,1 GW seviyesine ulaşmıştır. Böylece, 2016 yılsonunda 984 W olarak gerçekleşen kişi başı kurulu gücün 2017 yılsonunda 1 kW seviyesinin üzerine çıkacağı görülmektedir.
- ✓ Türkiye'nin elektrik üretim kapasitesinde devletin payı, son yıllardaki özelleştirme ihalelerinin ve yeni yatırımların çoğunlukla özel şirketler tarafından yapılmasının etkisiyle, gittikçe azalmaktadır.
- ✓ 2016 yılsonu itibarıyla Türkiye'de toplam elektrik üretimi 274 TWh ve kişi başı yıllık elektrik üretimi de 3,4 MWh seviyesine ulaşmıştır.
- ✓ Elektrik üretiminde kamunun payı, son yirmi yıl içinde %90'lı seviyelerden %20'nin altına gerilemiştir.
- ✓ Türkiye'de elektrik dağıtım sektörü, işletme hakkı devir yöntemi ile 21 bölgesel şirkete bölüştürülmüş ve tüm şirketlerin özelleştirme süreci 2013 yılında tamamlanmıştır.
- ✓ Türkiye'de elektrik iletim sektöründe bir kamu kuruluşu olarak 2016 yılı itibarıyla 60 bin km uzunluğunda yüksek gerilimli enerji nakil hatlarına sahip olan Türkiye Elektrik İletimi A.Ş. ("TEİAŞ"), komşu ülkelerle elektrik alışverişi yapılmasını sağlayacak 12 adet enterkonneksiyon hattını da işletmektedir.



### III. Şirket Bilgileri

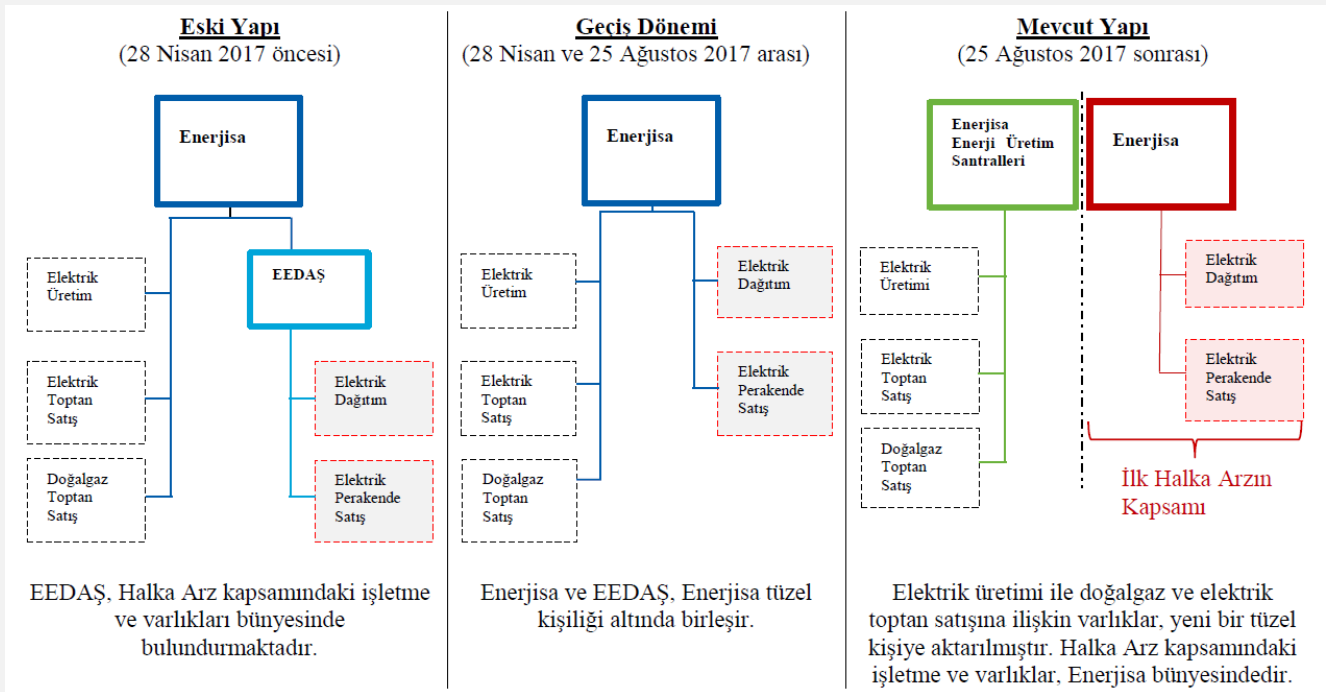
Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Enerjisa Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- ✓ Enerjisa Enerji A.Ş. kısaca ("Enerjisa" ya da "Şirket") 1996 yılında Sabancı Holding bünyesinde Türkiye'de enerji tedarikçisi olarak faaliyet göstermesi için Enerjisa Enerji Üretim A.Ş. unvanıyla otoprodüktör olarak kurulmuştur.
- ✓ Şirket 2000 yılı sonrasında Kocaeli, Adana, Çanakkale ve Mersin'de doğalgaz yakıtlı kombine çevrim santralleri kurmuştur.
- ✓ 2004 yılında, Enerjisa Elektrik Enerjisi Toptan Satış A.Ş. (kısaca "Enerjisa Elektrik Toptan") ve Enerjisa Doğalgaz Toptan Satış A.Ş. (kısaca "Enerjisa Doğalgaz Toptan") kurulmuştur.
- ✓ Enerji sektöründe büyümeye odaklanan Sabancı Holding 2007 yılında Avusturyalı Verbund International GmbH (kısaca "Verbund") ile %50'şer payla bir ortak girişim oluşturmuştur.
- ✓ 2008 yılında bu ortak girişim, Başkent bölgesinde elektrik dağıtımını ve perakende satışından sorumlu olan Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "Başkent EDAŞ") paylarının %100'ünün blok satışla özelleştirilmesi ihalesini kazanmış ve ardından kurulan Enerjisa Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "EEDAŞ") 2009 yılında Başkent EDAŞ paylarını devralmıştır.
- ✓ 2011 yılında Sabancı Holding ve Verbund eşit ortaklığı ile enerji faaliyetlerinin çatı şirketi olarak Enerjisa kurulmuştur.
- ✓ 2012 yılında perakende satış faaliyetlerinin dağıtım faaliyetlerinden ayrılmasını öngören mevzuat gereği Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış A.Ş. (kısaca "Başkent EPSAŞ") kurulmuştur.
- ✓ 2013 yılında EEDAŞ, İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "AYEDAŞ"), İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış A.Ş. (kısaca "AYESAŞ"), Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "Toroslar EDAŞ") ve Toroslar Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("Toroslar EPSAŞ") paylarının %100'ünün blok satışla özelleştirilmesi ihalelerini kazanmıştır.
- ✓ 2013 yılı sonunda Verbund paylarını E.ON SE'ye satmıştır.
- ✓ Şirket'in toplam çıkarılmış sermayesi 212.592.414 TL olup Hacı Ömer Sabancı Holding ve DD Turkey Holdings S.A.R.L. %50-%50 ortaklığa sahiptir.
- ✓ Enerjisa'nın güncel ve halka arzdan sonra olması öngörülen ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Enerjisa Ortaklık Yapısı						
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (ek satış dahil)	
	Sermaye Tutarı (bin TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (bin TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (bin TL)	Sermaye Payı
H.Ö Sabancı Hold. A.Ş.	590.534	50,0%	484.238	41,0%	472.428	40,0%
DD Turkey Holdings S.A.R.L.	590.534	50,0%	484.238	41,0%	472.428	40,0%
Halka Arz (ek satış hariç)	-	-	212.592	18,0%	236.214	20,0%
<b>Toplam</b>	<b>1.181.069</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.181.069</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.181.069</b>	<b>100,0%</b>

- Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş. ("Sabancı Holding"): Sabancı Topluluğu'na bağlı şirketleri temsil eden ana şirket olup, finansal hizmetler, enerji, çimento, perakende ve sanayi, ana faaliyet alanlarıdır. Sabancı Topluluğu'na bağlı şirketler toplam 16 ülkede faaliyetlerini sürdürmektedir.
- E.ON SE ("E.ON"): Almanya merkezli bir enerji şirkettir. Enerji şebekeleri, müşteri çözümleri ve yenilenebilir enerji alanlarında, Almanya, İngiltere, ABD, İsveç, Ortadoğu, Avrupa ve Türkiye'de faaliyet göstermektedir. 2016 yılı cirosu 38 milyar EUR seviyesindedir.
- DD Turkey Holdings S.A.R.L. ("DD Turkey"): E.ON'un tam kontrolünde olan Lüksemburg'da kurulu bir bağlı ortaklığıdır. Sermayesi 50 milyon EUR'dur.

- ✓ Enerjisa, Nisan 2017'de üç aşamalı olarak gerçekleştirdiği ve Ağustos 2017'de tamamladığı kurumsal yeniden yapılanma sonucunda iki ayrı şirkete bölünmüştür. Üretim ve toptan satış faaliyetleri Enerjisa Üretim Santralleri A.Ş.'ye devredilmiş, elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri Enerjisa bünyesinde kalacak şekilde kurumsal yeniden yapılanma tamamlanmıştır. Yapılanma sürecinde EEDAŞ, Enerjisa'ya devredilmiştir.
- ✓ Şirket'in kurumsal yeniden yapılandırma süreci aşağıda şematik olarak yer almaktadır.



- ✓ Şirket'in genel merkezi İstanbul'dadır.
- ✓ 30.09.2017 itibarıyla Şirket'in konsolide olarak 9.551 çalışanı bulunmaktadır.

### III.1. Faaliyetler

- Şirket faaliyetleri temel olarak **elektrik dağıtım** ve **elektrik perakende satış** olmak üzere ikiye ayrılmaktadır:
  - Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş.(kısaca "Başkent EDAŞ"), İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "AYEDAŞ") ve Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca "Toroslar EDAŞ") elektrik dağıtım;

- Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış A.Ş. (kısaca "Başkent EPSAŞ"), Enerjisa İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış A.Ş. (kısaca "AYESAŞ") ve Enerjisa Toroslar Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("Toroslar EPSAŞ") ise satış faaliyetlerinden sorumludur.

- Şirket'in elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerini sürdüren %100 bağlı ortaklıkları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Elektrik Dağıtım	Elektrik Perakende Satış
Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş. ("Başkent EDAŞ")	Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("Başkent EPSAŞ")
İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım A.Ş. ("AYEDAŞ")	Enerjisa İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("AYESAŞ")
Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş. ("Toroslar EDAŞ")	Enerjisa Toroslar Elektrik Perakende Satış A.Ş. ("Toroslar EPSAŞ")

- **Başkent hattında**; Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın ve Çankırı illerini barındıran bölge,
- **Ayedaş hattında**; İstanbul ili Anadolu yakası ilçelerini barındıran bölge,
- **Toroslar hattında**, Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerini barındıran bölge bulunmaktadır.

- Şirket'in dağıtım ve perakende şirketlerinin güncel lisans durumları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Dağıtım Şirketi	Dağıtım Lisansı		
	Süresi	Veriliş Tarihi	Sona Erme Tarihi
AYEDAŞ	36 yıl, 4 ay	01.09.2006	31.12.2042
Başkent EDAŞ	30 yıl	01.09.2006	01.09.2036
Toroslar EDAŞ	36 yıl, 4 ay	01.09.2006	31.12.2042
Perakende Satış Şirketi	Tedarik Lisansı		
	Süresi	Veriliş Tarihi	Sona Erme Tarihi
AYESAŞ	28 yıl, 8 ay, 13 gün	17.04.2014	31.12.2042
Başkent EPSAŞ	22 yıl, 4 ay, 14 gün	17.04.2014	01.09.2036
Toroslar EPSAŞ	28 yıl, 8 ay, 13 gün	17.04.2014	31.12.2042

- Elektrik dağıtım şirketlerinin faaliyetleri kendi bölgeleriyle sınırlıdır. Elektrik perakende satış şirketleri ise herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın Türkiye genelindeki serbest müşterilerine elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

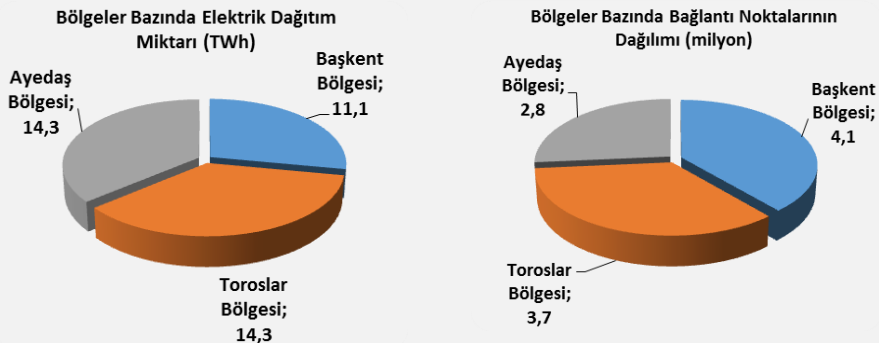
- ✓ Şirket 2016 yılsonu itibarıyla
  - Türkiye'deki dağıtım bağlantı noktalarının %25,6'sını oluşturan yaklaşık 10,5 milyon dağıtım bağlantı noktasına ve
  - Türkiye'de perakende elektrik satın alan tüketicilerin yaklaşık %22'sini oluşturan yaklaşık 9 milyon perakende müşteriye sahip olan

Türkiye'nin önde gelen şirketlerindedir.

- Şirket kendi dağıtım bölgesindeki serbest tüketici limiti altındaki müşterilere perakende satış hizmeti verdiği gibi, Türkiye'nin diğer bölgelerindeki serbest tüketicilere de elektrik satışı yapabilmektedir.
- 2016 yılında 32,9 TWh ve 2017 yılının ilk 9 ayında da 25,5 TWh elektrik satışı yapan Şirket satış hacmi bakımından Türkiye'nin lider elektrik şirkettir.
- Şirket'in 2016 yılı sonunda yaklaşık 9 milyon olan toplam müşteri sayısı 2017 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla 9,1 milyona ulaşmıştır.

### III.1.1. Dağıtım Hizmeti

- Dağıtım hizmeti, gerilim düzeyi 36 kV'nin altında olan hatlar vasıtasıyla son tüketiciye elektriğin nakli olarak tanımlanmaktadır. T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurulu (kısaca "EPDK") tarafından Türkiye'deki elektrik dağıtım şebekesi 21 dağıtım bölgesine bölünmüştür. 2016 yılsonu itibarıyla Türkiye çapında dağıtım ağına bağlı tüketici sayısı yaklaşık 41,1 milyon seviyesindedir.
- 2016 yılsonu itibarıyla Şirket'in 218 bin km. uzunluğundaki 3 dağıtım şebekesi 100 bin km<sup>2</sup>'yi aşan bir alana yayılmıştır.
- Dağıtım şebekesi uzunluğu ile lider konumda olan Enerjisa, 3 dağıtım bölgesindeki operasyonlarının tamamını merkezi olarak yönetmekte ve izlemektedir.
- Şirket üç dağıtım bölgesindeki son tüketicilerin, Şirket'in dağıtım şirketleri tarafından işletilen dağıtım şebekeleri vasıtasıyla dağıtım hizmetlerine erişmelerini sağlamaktadır. Bu kapsamda ulusal iletim şebekesinden tedarik ettiği elektriği kendi trafo merkezlerinde son tüketicilere uygun seviyeye indiren Enerjisa, akabinde son tüketicilerin mülklerinde bulunan dağıtım bağlantı noktalarıyla elektriği dağıtmaktadır.
- Şirket'in dağıtım şirketleri kendi bölgelerinde, genel aydınlatma için sattığı elektrik karşılığında doğrudan fatura kestiği belediyeler hariç olmak üzere, son tüketicilere doğrudan satış yapmamakta, kendi perakende satış şirketlerinin ya da diğer elektrik şirketlerinin son tüketicilere fatura ettikleri elektrik için dağıtım hizmeti sunmaktadır.
- Bölgesel dağıtım şebekesi işletmecisi olan Şirket bu kapsamda,
  - kendi bölgesinde gerekli bakım, onarım, yenileme ve genişleme yatırımlarının yapılmasından,
  - elektrik sayaçlarının bakımının yapılmasından ve bu sayaçların okunmasından,
  - talep projeksiyonlarının ve yatırım planlarının hazırlanmasından,
  - kayıp kaçak elektrik oranlarının takibinden, kayıp kaçak oranlarını azaltmak için gerekli teknik ve operasyonel tedbirlerin alınmasından,
  - dağıtım şebekesinde eksik kalan elektriğin tedarikinden ve
  - kamuya açık alanların aydınlatılmasından
 sorumludur.
- Şirket'in 2016 yılsonu itibarıyla TWh bazında net elektrik dağıtım miktarlarının (toplam 39,7 TWh) dağıtım bölgeleri bazında kırılımı aşağıda solda, sahip olduğu bağlantı noktalarının (toplam 10,5 milyon) dağıtım bölgeleri bazında kırılımı ise sağda yer almaktadır.





- Enerjisa'nın bağlı ortaklıkları tarafından işletilen şebekelerine bağlı 10,6 milyon tüketicisi bulunmaktadır. Tüm Türkiye'deki bölgeler dikkate alındığında Başkent Bölgesi 4,1 milyon kullanıcı ile 2. sırada, Toroslar Bölgesi 3,7 milyon ile 3. sırada, Ayedaş Bölgesi de 2,8 milyon kullanıcı ile 6. sırada yer almaktadır.

	Kullanıcı Sayısı (milyon)	Tüm Bölgeler Arasındaki Sıra	Fatura Edilmiş Tüketim (TWh)	Tüm Bölgeler Arasındaki Sıra	Dağıtım Şebekesi Uzunluğu (km <sup>2</sup> )	Tüm Bölgeler Arasındaki Sıra
AYEDAŞ	2,8	6.	12,3	7.	23.783	19.
Başkent EDAŞ	4,1	2.	16,3	5.	109.659	1.
Toroslar EDAŞ	3,7	3.	25,7	1.	84.411	2.
<b>Toplam</b>	<b>10,6</b>		<b>54,3</b>		<b>217.853</b>	

- Şirket dağıtım bağlantı nokta sayısı açısından ve yaklaşık 218 bin km dağıtım şebekesi uzunluğu ile Türkiye'de lider konumdadır.
- Şirket 2016 yılındaki Türkiye net elektrik talebinin yaklaşık %24'ünü, 2016 yılsonu itibarıyla dağıtım şebekesi kullanıcılarının %26'sını ve şebeke uzunluğunun %20'sini temsil etmektedir.
- Enerjisa'nın 2016 yılsonu ve 2017 yılı ilk 9 aylık dönemine ilişkin bazı işletme bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

	2016	30.09.2017
<b>Düzenlenmiş Varlık Tabanı (DTV) (bin TL)*</b>	<b>3.914</b>	<b>5.013</b>
<b>Dağıtılan Net Elektrik Miktarı (TWh)**</b>	<b>39,7</b>	<b>31,3</b>
-Başkent EDAŞ	14,3	11,0
-AYEDAŞ	11,1	8,6
-Toroslar EDAŞ	14,3	11,7
<b>Trafo Merkezi Sayısı***</b>	<b>77.502</b>	
<b>Ortalama Kesinti Süresi (OKSÜRE; saat/yıl)*****</b>		
-Başkent EDAŞ	9,96	6,81
-AYEDAŞ	10,32	6,87
-Toroslar EDAŞ	29,75	25,58
<b>Ortalama Kesinti Sıklığı (OKSIK; saat/yıl)*****</b>		
-Başkent EDAŞ	4,70	3,34
-AYEDAŞ	5,13	3,69
-Toroslar EDAŞ	12,28	9,86

\*DTV, yatırımların birim maliyeti karşılaştırmasına tabi tutulmasından sonra tespit edilen düzenlenmiş varlık tabanını göstermektedir.

\*\*Şirket'in dağıtım şebekesine bağlı olan ve diğer özel tedarikçilerin müşterilerini de kapsayan tüm tüketicilere dağıtılan elektrik miktarını terawatt saat (milyar kWh) olarak göstermektedir.

\*\*\* TEİAŞ'ın iletim sisteminden ilgili dağıtım sistemine elektriğin dönüştürülmesi için ilgili dağıtım bölgesinde kullanılan trafo merkezlerinin toplam sayısını göstermektedir.

\*\*\*\*Dağıtım şebekesinde gerilimi dönüştürmek için kullanılan trafoların toplam kurulu gücünü mega VAR cinsinden göstermektedir.

\*\*\*\*\*OKSÜRE yıl boyunca ve saat bazında ölçülmektedir.

\*\*\*\*\*OKSIK, yıl boyunca müşteri başına birim kesinti olarak ölçülmektedir.

#### a) Başkent Bölgesi:

- Başkent Bölgesi'nde elektrik dağıtımından sorumlu dağıtım şirketi Başkent EDAŞ'tır.
- 2009 yılında özelleştirme ihalesi ile ilk alınan dağıtım bölgesidir.

- 
- Başkent Bölgesi Ankara, Kastamonu, Bartın, Zonguldak, Karabük, Çankırı ve Kırıkkale olmak üzere 7 ilden oluşmaktadır.
  - 7,2 milyon nüfusa sahip Başkent Bölgesi Türkiye nüfusunun %9'unu temsil etmektedir ve 4,2 milyon dağıtım noktasına hizmet vermektedir.
  - Sayaç sayısı ve yüzölçümü açısından Türkiye'nin en büyük dağıtım bölgesidir.
  - 2017 yılının ilk 9 ayında 11,1 TWh elektriğin dağıtımını yapmıştır.
  - 2017/09 döneminde EPDK'nın %7,76 olan kayıp kaçak oranı (fatura edilmemiş elektrik hacminin dağıtılan toplam elektrik hacmine oranı) %5,72 olarak gerçekleşmiştir.

#### **b) AYEDAŞ Bölgesi:**

- İstanbul Asya yakasında elektrik dağıtımından sorumlu dağıtım şirketi AYEDAŞ'tır.
- 2013 yılında özelleştirme ihalesi ile alınmıştır.
- 5,2 milyon nüfusa sahip AYEDAŞ Bölgesi Türkiye nüfusunun %6,6'sını temsil etmektedir ve 2,8 milyon dağıtım noktasına hizmet vermektedir.
- 2017 yılının ilk 9 ayında 8,6 TWh elektriğin dağıtımını yapmıştır.
- 2017/09 döneminde EPDK'nın %7,63 olan kayıp kaçak oranı (fatura edilmemiş elektrik hacminin dağıtılan toplam elektrik hacmine oranı) %6,45 olarak gerçekleşmiştir.

#### **c) Toroslar Bölgesi:**

- Toroslar Bölgesi'nde elektrik dağıtımından sorumlu dağıtım şirketi Toroslar EDAŞ'tır.
- 2013 yılında özelleştirme ihalesi ile alınmıştır.
- Toroslar Bölgesi Mersin, Adana, Osmaniye, Hatay, Gaziantep ve Kilis olmak üzere 6 ilden oluşmaktadır.
- 8,2 milyon nüfusa sahip Toroslar Bölgesi Türkiye nüfusunun %10,2'sini temsil etmektedir ve 3,8 milyon dağıtım noktasına hizmet vermektedir.
- 2017 yılının ilk 9 ayında 11,7 TWh elektriğin dağıtımını yapmıştır.
- 2017/09 döneminde EPDK'nın %13,32 olan kayıp kaçak oranı (fatura edilmemiş elektrik hacminin dağıtılan toplam elektrik hacmine oranı) %11,21 olarak gerçekleşmiştir.

### **III.1.2. Perakende Satış Hizmeti**

- Enerjisa bünyesindeki 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.
- Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu-EPDK tarafından belirlenmiş 2017 yılı için serbest tüketici limiti 2.400 kWh, 2018 yılı için de 2.000 kWh'dır. Yani, 2018 yılı için yıllık elektrik tüketimi 2.000 kWh'nın altında olan müşteriler (organize sanayi bölgelerinde bulunanlar hariç) serbest tüketici olarak sınıflanmaktadır.
- Enerjisa perakende satış operasyonlarını Başkent Bölgesi'nde Başkent EPSAŞ, İstanbul Asya Bölgesi'nde AYESAŞ, Toroslar Bölgesi'nde de Toroslar EPSAŞ vasıtasıyla yürütmektedir.
- Şirket 2016 yılının tamamında 32,9 TWh (Türkiye'de satılan elektriğin %18'i), 2017 yılının ilk 9 ayında da 25,5 TWh elektrik satışı yapmış olup, satış hacmi bakımından Türkiye'nin lider elektrik perakende şirketi konumundadır.
- Şirket'in mesken, ticarethane ve sanayi müşterilerinden oluşan toplam müşteri satışı 2017/09 itibarıyla 9,1 milyona ulaşmıştır (müşteri sayısı 2014-2016 yılları arasında %1,3 yıllık bileşik büyüme oranı ile artış göstermiştir.)

	2016	30.09.2017
<b>Toplam Müşteri (bin adet)*</b>	<b>8.987</b>	<b>9.138</b>
<b>Toplam aktif müşteri sayısı (bin adet)</b>	<b>7.995</b>	<b>8.275</b>
-Başkent Bölgesi	3.045	3.163
-Ayedaş Bölgesi	2.098	2.145
-Toroslar Bölgesi	2.852	2.967
-Diğer Bölgeler		0,391
<b>Aktif olmayan Müşteriler</b>	<b>992</b>	<b>863</b>
<b>Perakende satış hacmi (TWh)</b>	<b>32,9</b>	<b>25,5</b>
-Başkent Bölgesi	9,6	7,3
-Ayedaş Bölgesi	7,8	5,7
-Toroslar Bölgesi	12,5	11,7
-Diğer Bölgeler	3,00	0,8
<b>Perakende satış hacmi içindeki payı</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
-Başkent Bölgesi	29,1%	28,8%
-Ayedaş Bölgesi	23,6%	22,1%
-Toroslar Bölgesi	38,0%	45,7%
-Diğer Bölgeler	9,3%	3,4%

\*Şirket son 12 ay yıl içinde fatura kestiği müşterileri aktif müşteri, kesmediklerini aktif olmayan müşteri olarak tanımlamaktadır.

- Şirket müşterilerini serbest tüketici olup olmama durumuna göre yaptığı ayrıma ek olarak elektrik satın alma koşullarına göre de sınıflandırmaktadır. Burada, serbest piyasa koşullarına göre elektrik satın almayı tercih eden serbest tüketiciler "serbest müşteri", düzenlenmiş Perakende Satış Tarifesi üzerinden satın alan tüketiciler de "düzenlemeye tabi müşteriler" olarak sınıflandırılmaktadır. Düzenlemeye tabi müşteriler de serbest olup olmama durumlarına göre ikiye ayrılmaktadır.

	Müşteri Sayısı (bin adet)	Elektrik Satış Hacmi (TWh)	Elektrik Satış Hacmi İçindeki Payı
<b>Aktif Müşteri</b>	<b>8.274,0</b>	<b>25,6</b>	<b>100,0%</b>
-Serbest olmayan tüketici (düzenlemeye tabi)	5.829	6,2	24,1%
-Serbest tüketici (düzenlemeye tabi)	1.329	11,0	43,0%
-Serbest tüketici (serbest müşteri)	1.116	8,4	32,9%
<b>Aktif Olmayan Müşteri</b>	<b>863</b>	-	-
<b>Toplam Müşteri</b>	<b>9.137</b>		

- Şirket müşterilerine yaptığı perakende satışlarda, düzenlemeye tabi müşteriler için EPDK düzenlemeleriyle belirlenen Perakende Satış Tarifesi ve serbest müşteriler için de serbest perakende enerji satış fiyatı üzerinden gelir elde etmektedir.
- EPDK tarafından üç ayda bir belirlenen perakende enerji (Ulusal Tarife) fiyatına elektrik tedarik maliyetleri, %2,38'lik brüt kâr marjı ve perakende hizmetlerin sağlanmasıyla bağlantılı giderler dâhildir. 30.09.2017 itibarıyla Şirket perakende satış gelirlerinin %67,1'ini düzenlemeye tabi müşterilerinden elde etmektedir.
- Serbest perakende elektrik satış fiyatları ise, piyasadaki genel arz ve tedarik koşullarına göre belirlenmektedir. Ancak Perakende Satış Tarifesi, serbest perakende satış fiyatları için doğal bir fiyat üst sınırı görevi görmektedir.
- Şirket'in 30.09.2017 itibarıyla kendi dağıtım bölgesi dışında 391 adet serbest müşterisi bulunmaktadır.

- Dağıtım bölgelerindeki perakende şirketleri yerine Enerjisa'yı tercih eden serbest müşteriler Şirket'in toplam perakende satış hacminin %33'ünü oluşturmaktadır.
- 30.09.2017 itibarıyla Şirket'in 8,27 milyon adet aktif müşterisinin %99,8'i mesken ve KOBİ'lerden oluşmakta olup, bu müşteri grubu Enerjisa'nın toplam perakende tüketim hacminin %64,8'ini gerçekleştirmektedir. Tüketim hacminde geri kalan %35,2'lik kısım 9.394 adet olan kurumsal müşteriye aittir.
- Türkiye'de meskenlere ve KOBİ sektörüne satılan elektriğin %21,6'sı Şirket tarafından satılmaktadır.

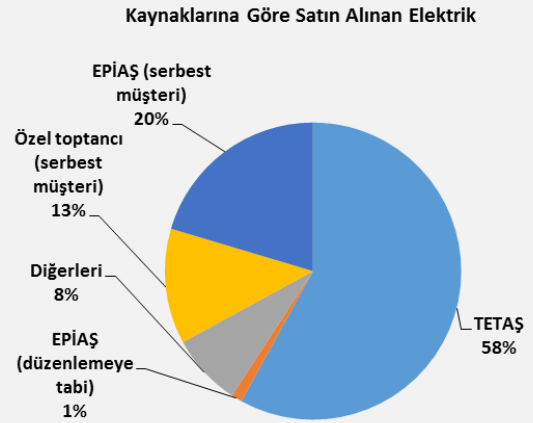
#### a) Elektrik Tedariki

- Şirket müşterilerine sattığı elektriği 4 ana kaynaktan tedarik etmektedir.
  - Devlete ait tedarik şirketi Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş. ("TETAŞ")
  - %30'u Türkiye Elektrik İletim A.Ş. ("TEİAŞ"), %30'u Borsa İstanbul ve %40'ı özel enerji şirketlerine ait olan Enerji Piyasaları İşletme A.Ş. ("EPIAŞ")
  - Enerjisa Elektrik Toptan ve diğer özel toptan satış şirketleri
  - Enerjisa'nın dağıtım şirketleri
- Şirket düzenlemeye tabi müşterilerine sattığı elektriği esas olarak TETAŞ ve spot piyasa işlemleriyle EPIAŞ'tan almaktadır.

- TETAŞ'tan yapılan alımlar için yıllık sözleşmeler yapılmaktadır.

- Enerjisa, serbest müşterilerine sattığı elektrik için Enerjisa Elektrik Toptan ve diğer özel toptan satış şirketlerini tercih etmektedir. Serbest müşterilerin sözleşmelerde belirtilen hacimleri aşmaları halinde ek elektrik EPIAŞ'tan satın alınmaktadır.

- Yandaki grafikte Şirket tarafından satın alınan elektriğin kaynaklarına göre dağılımı yer almaktadır.



## IV. Finansal Bilgiler

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Enerjisa Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

BİLANÇO	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
(milyon TL)	konsolide	konsolide	konsolide
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>2.532</b>	<b>2.940</b>	<b>3.491</b>
- Nakit ve Nakit Benzerleri	152	75	155
- Finansal Varlıklar	456	654	660
- Ticari Alacaklar	1.545	1.721	2.167
- Diğer Alacaklar	272	393	209
- Stoklar	63	74	101
- Peşin Ödenmiş Giderler	13	14	197
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>11.489</b>	<b>12.192</b>	<b>13.507</b>

- Diğer Alacaklar	382	231	491
- Finansal Varlıklar	2.565	3.640	4.873
- Maddi Duran Varlıklar	31	58	85
- Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.072	7.891	7.748
- Ertelenmiş Vergi Varlığı	279	248	178
- Diğer Duran Varlıklar	157	123	129
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>14.021</b>	<b>15.131</b>	<b>16.998</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>4.581</b>	<b>4.951</b>	<b>4.216</b>
- Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	915	1.557	1.286
- Uzun Vadeli Finansal Yükümlülüklerin Kısa Vadeli Kısımları	1.001	1.541	591
- Diğer Finansal Yükümlülükler	21	25	29
- Ticari Borçlar	827	1.118	1.238
- Diğer Borçlar	118	160	113
- Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	1.188	-	-
- Ertelenmiş Gelirler	173	166	450
- Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü	9	6	31
- Kısa Vadeli Karşılıklar	167	168	177
- Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	146	171	214
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>5.074</b>	<b>5.434</b>	<b>7.581</b>
- Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler	2.878	3.200	5.122
- Diğer Finansal Yükümlülükler	232	245	263
- Diğer Borçlar	735	880	1.068
- Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.068	1.027	1.050
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>9.655</b>	<b>10.385</b>	<b>11.797</b>
<b>Özkaynaklar</b>	<b>4.366</b>	<b>4.747</b>	<b>5.201</b>
- Ödenmiş Sermaye	4.390	3.965	1.181
- Geçmiş yıllar kâr/zararları	-407	269	552
- Net dönem kârı	336	377	454
<b>Toplam Özkaynaklar ve Yükümlülükler</b>	<b>14.021</b>	<b>15.131</b>	<b>16.998</b>

<b>GELİR TABLOSU</b>	<b>31.12.2015</b>	<b>31.12.2016</b>	<b>30.09.2016</b>	<b>30.09.2017</b>
<b>(milyon TL)</b>	<b>konsolide</b>	<b>konsolide</b>	<b>konsolide</b>	<b>konsolide</b>
Satış Geliri	9.154	9.103	6.919	8.592
Satışların Maliyeti (-)	(7.108)	(6.501)	(4.986)	(6.137)
<b>Brüt Kâr</b>	<b>2.045</b>	<b>2.602</b>	<b>1.933</b>	<b>2.454</b>
- Genel yönetim giderleri(-)	(1.080)	(1.228)	(816)	(1.035)
- Esas faaliyetlerden diğer gelirler	123	145	105	116
- Esas faaliyetlerden diğer giderler(-)	(51)	(247)	(150)	(249)
<b>Finansman gelirleri/giderleri öncesi faaliyet kârı</b>	<b>1.038</b>	<b>1.272</b>	<b>1.072</b>	<b>1.286</b>
- Finansman gelirleri	31	40	35	73
- Finansman giderleri(-)	(607)	(798)	(557)	(755)
<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi kârı</b>	<b>463</b>	<b>514</b>	<b>550</b>	<b>604</b>
- Sürdürülen faaliyetler vergi gideri	(127)	(137)	(128)	(150)
- Dönem vergi gideri	(97)	(148)	(125)	(57)
- Ertelenmiş vergi geliri/gideri	(30)	11	(3)	(94)
<b>Sürdürülen faaliyetler dönem kârı/zararı</b>	<b>336</b>	<b>377</b>	<b>422</b>	<b>454</b>
<b>Dönem kârı</b>	<b>336</b>	<b>377</b>	<b>422</b>	<b>454</b>

## V. Değerleme

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler "Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Enerjisa Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Tacirler Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından Ocak 2018'de hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Enerjisa Fiyat Tespit Raporu"nda ("Rapor") Defter Değeri, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve arpan Analizi yöntemleri incelenmiş olup, bu analizler kabul görmüş değerleme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da kullanılan yöntem ve bulunan değerlere ilişkin zet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

### V.1. DEFTER DEğERİ

Varlık temelli bir değerleme yöntemi olan Defter Değeri hesaplaması için Rapor'da 30 Eylül 2017 tarihli mali tablolarında yer alan zkaynaklar toplamı kullanılmıştır. 5,2 milyar TL'lik zkaynaklar 1,18 milyar TL seviyesindeki sermayeye bölünmüş ve 1 TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen defter değeri 4,40 TL olarak hesaplanmıştır.

Enerjisa'nın en önemli varlıkları bağlı ortaklıklarının TEDAş nezdinde imzaladıkları İşletme Hakkı Devir Sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayanarak EPDK'dan aldıkları elektrik dağıtım ve elektrik tedarik lisanslarıdır. Ancak Rapor'da bu lisansların defter değerinin bulunabilmesi için gerçekçi değerinin hesaplanması, gerçekçi değerinin hesaplanması için de geleceğe dair projeksiyonların kullanılması gerektiği ifade edilerek, izahnamede bu projeksiyonlara yer verilmediği gerekçesi ile defter değeri yöntemi ile ortaya çıkan değerin göz ardı edildiği belirtilmiştir.

### V.2. İNDİRGENMİş NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

"Enerjisa Fiyat Tespit Raporu"nda, Şirket'e ilişkin geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlara izahnamede yer verilmediği için İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne yönelik bir değerleme çalışması yapılamadığı ifade edilmiştir.

### V.2. ÇARPAN ANALİZİ

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan "Enerjisa Fiyat Tespit Raporu"nda yer alan arpan Analizi'nde Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin arpanları ile uluslararası benzer şirketlerin arpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizinde, Firma Değeri/Net Satış (FD/Satış) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi ncesi Kar (FD/FAVÖK) olmak üzere 2 çarpan kullanılmıştır.

Rapor'da çarpan analizinde Enerjisa'ya dair aşağıdaki veriler kullanılmıştır.

Enerjisa		
(milyon TL)	Dönem	Tutar
Satış Geliri	Son 12 ay	10.775
FAVÖK	Son 12 ay	1.715
Yatırım Harcamaları Geri demeleri	Son 12 ay	555
Net Borç	30.09.2017	7.313

Enerjisa, İşletme Hakkı Devir 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. Rapor'da Enerjisa'nın elektrik dağıtım faaliyetleri kapsamında yaptığı yatırım harcamalarının TRFS Yorum 12 gereği zorunlu olarak finansal varlık hesabında muhasebeleştirildiğine dikkat çekilerek, Şirket'in yaptığı yatırımlardan elde ettiği geri ödemelerin kar veya zarar tablolarına yansımadağı, nakit akım tablosunda nakit girişi olarak yer aldığı ifade edilmiştir. Ancak, Enerjisa ile benzer iş kollarında faaliyet gösteren yabancı şirketlerin yatırım harcamaları geri ödemelerini kar/zarar tablolarında gelir kalemi olarak gösterdikleri gerekçesi ile bu şirketler ile kıyaslanmanın daha doğru bir şekilde yapılabilmesi amacıyla Rapor'da Enerjisa'nın da yatırım harcamaları geri ödemelerinin FAVÖK ile birlikte değerlendirilmesinin daha uygun olduğunun düşünüldüğü belirtilmiştir.

### V.2.1 Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlere Göre Çarpan Analizi

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetinde bir şirket olmadığı gerekçesi ile Rapor'da ölçek bakımından Enerjisa ile karşılaştırılabilir olarak Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. (kısaca "Zorlu Enerji"-ZOREN) ve Aksa Enerji Üretim A.Ş. (kısaca "Aksa Enerji"-AKSUE)'nin benzer şirket olarak kullanıldığı ifade edilmiştir.

Rapor'da yer alan ve Enerjisa ile faaliyetleri açısından karşılaştırılabilir olduğu düşünülen ve Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlere dair veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Satış geliri ve FAVÖK için 30.09.2017 tarihli mali tablolar baz alınarak yıllıklandırılmış veriler kullanılmıştır. Firma Değeri hesaplamasında da 5 Ocak 2018 tarihli piyasa değerleri kullanılmıştır.

Borsa İstanbul'da İşlem gören Benzer Şirketlere Dair Veriler					
	Satış Geliri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	Firma Değeri (FD) (mn TL)	FD/Satış	FD/FAVÖK
	30.09.2017 (yıllık)	30.09.2017 (yıllık)	05.01.2018		
<b>Zorlu Enerji</b>	2.934	770	9.226	3,14	11,98
<b>Aksa Enerji</b>	3.531	424	5.477	1,55	12,92

Raporda

- FD/Satış çarpanında Zorlu Enerji'nin çarpanının 2,0x seviyesinin üzerinde olduğu için gözardı edildiği,
- FD/FAVÖK çarpanında da Zorlu Enerji'nin bünyesinde elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri bulunduğu için Zorlu Enerji'ye 2/3 oranında, Aksa Enerji'ye de 1/3 oranında ağırlık verildiği

ifade edilmiştir.

### V.2.2 Uluslararası Benzer Şirketlere Göre Çarpan Analizi

Rapor'da Enerjisa ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen ve pek çoğu çokuluslu olan enerji ve altyapı şirketlerinin incelendiği ifade edilmiştir. Bu şirketlere ait veriler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Raporda

- FD/Satış çarpanı olarak, 1,0x ile 1,8x arasında olan şirketlerin aritmetik ortalaması olan 1,46x değerinin,
- FD/FAVÖK çarpanı olarak da, benzer şirketlerin aritmetik ortalaması olan 9,69x değerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Uluslararası Benzer Şirketlere Dair Veriler					
	Satış Geliri (mn USD)	FAVÖK (mn USD)	Firma Değeri (FD) (mn USD)	FD/Satış	FD/ FAVÖK
	30.09.2017 (yıllık)	30.09.2017 (yıllık)	05.01.2018		
<b>Enel S.p.A</b>	86.499	16.466	132.608	1,53	8,05
<b>National Grid plc</b>	20.940	6.711	73.500	3,51	10,95
<b>Gas Natural SDG S.A.</b>	29.537	5.157	47.963	1,62	9,30
<b>Endesa S.A.</b>	23.065	3.803	29.381	1,27	7,73
<b>Innogy SE</b>	49.495	4.109	41.239	0,83	10,04
<b>PPL Corporation</b>	7.353	4.066	41.506	5,64	10,21
<b>SSE plc</b>	40.633	3.205	28.118	0,69	8,77
<b>Power Grid Corp. of India Limited</b>	4.061	3.623	34.775	8,56	9,60
<b>Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A.</b>	2.553	1.848	21.317	8,35	11,54
<b>ENN Energia Holdings Limited</b>	6.148	904	9.381	1,53	10,38
<b>Equatorial Energia S.A.</b>	2.655	472	5.018	1,89	10,63
<b>Energisa S.A.</b>	4.046	600	5.434	1,34	9,06

Raporda yukarıdaki verilerden hareketle Enerjisa'nın özsermaye değeri ve iskonto öncesi 1 TL nominal değerli Enerjisa payı ortalama değeri aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi				
	FD/Satış		FD/FAVÖK	
	Borsa İstanbul	Uluslararası	Borsa İstanbul	Uluslararası
<i>Çarpanlar</i>	1,55	1,46	12,29	9,69
<b>Firma Değeri (mn TL)</b>	16.702	15.732	27.898	21.996
<b>Net Borç (mn TL)</b>	7.313			
<b>Özsermaye Değeri (mn TL)</b>	9.389	8.419	20.585	14.683
<b>Ödenmiş Sermayesi (mn TL)</b>	1.181			
Pay Başına Değer (TL)	7,95	7,13	17,43	12,43
<i>Ağırlık</i>	1/5	4/5	1/5	4/5
<b>Pay Başına Ağırlıklı Ortalama Değer</b>	<b>7,29 TL</b>		<b>13,43 TL</b>	

Rapor'da FD/Satış ve FD/FAVÖK çarpanlarına %50'şer eşit ağırlık verilerek Enerjisa'nın iskonto öncesi 1 TL nominal değerli payının ortalama değeri 10,36 TL olarak hesaplanmıştır.

Enerjisa'nın 1 TL nominal değerli payının halka arz fiyat aralığı 6,25-7,50 TL olarak belirlenmiştir. Enerjisa Değerleme Raporu'nda, yukarıda hesaplanan bir payın ortalama değeri olan 10,36 TL'ye



göre, taban fiyatın iskontosu %39,7, tavan fiyatının iskontosunun da %27,6 olduğu ifade edilmiştir.

## VI. Görüş ve Sonuç

Tacirler Yatırım tarafından Enerjisa için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan Defter Değeri, İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemleri incelenmiş olup, bu analizlerden sadece Çarpan Analizi yöntemine dayalı fiyat tespiti yapılmıştır.

Enerjisa ve bağlı ortaklıkları (dağıtım ve perakende satış şirketleri) dağıtım şebekesi ve operasyon için gerekli olan varlık ve tesislerin sahibi değildir. İşletme Hakkı Devir Sözleşmeleri uyarınca dağıtım ve perakende satış şirketlerinin ilgili varlıklarının mülkiyeti TEDAŞ'ta bulunmaktadır. Enerjisa'nın en önemli varlıkları TEDAŞ nezdinde imzaladıkları İşletme Hakkı Devir Sözleşmeleri ve bu sözleşmelere dayanarak EPDK'dan aldığı elektrik dağıtım ve elektrik tedarik lisanslarıdır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda bu lisansların ileriye yönelik projeksiyonları baz alınarak varlık değerinin hesaplanmasına yönelik bir çalışma olmadığı için Defter Değeri'ne ve Nakit Akımları Analizi'ne yönelik bir analiz yapılamamasının kabul edilebilir olduğunu düşünüyoruz.

Diğer taraftan, Çarpan Analizinde ortalama çarpan değerlerinin tespitinde aritmetik ortalama yerine ağırlıklı ortalama ya da medyan yönteminin kullanılmasının analizin hassasiyetini artıracığını düşünüyoruz.

Enerjisa'nın piyasa değerinin tespitine yönelik olarak yurtiçi, yurt dışı benzer şirketlere ek olarak Enerjisa paylarının Borsa İstanbul'da Yıldız Pazar'da işlem göreceği için, Yıldız Pazar'daki finans dışı şirketlere ait FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarının da dahil ederek yaptığımız hesaplamada, söz konusu çarpanların medyanları alınarak ve her birine eşit ağırlık vermek suretiyle 13,3 milyar TL'ye ulaşmaktayız. Değerlememiz sonucunda ulaştığımız iskonto öncesi pay başına 11,30 TL'lik fiyat dikkate alındığında, halka arz fiyat aralığının taban fiyatı %44, tavan fiyatı da %33 iskontoya tekabül etmektedir.

Nihai olarak, bahsi geçen Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan fiyat aralığı ile söz konusu olan iskonto oranlarının makul olduğunu düşünüyoruz.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.*