

Enerjisa Enerji Anonim Őirketi
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Hazırlanan Fiyat Analiz Raporu

31.01.2018

Enerjisa Enerji A.Ş. Fiyat Analiz Raporu

İşbu rapor; Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") 22.06.2013 tarihli Resmi Gazete'de yayımlanan Seri: VII, No: 128.1 Pay Tebliği'nin 29. Maddesi 2. fıkrası ve 2016/27 sayılı SPK bülteninde alınan ilke karar çerçevesinde Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanmış ve yayımlanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin hazırlanan Analiz Raporu'nda 6. kısımda bulunan fiyata ilişkin değerlendirmelerimizin dışında kalan tüm bilgi ve veriler izahname ve ekleri, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ile Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

1. Enerjisa Enerji A.Ş.

Sabancı Holding'in 1996 yılında kendisine bağlı sanayi kuruluşlarının elektrik ihtiyacını karşılamak üzere otoprodüktör olarak kurduğu Enerjisa Enerji Üretim A.Ş., 2017 yılına kadar yapılan çeşitli birleşme, bölünme ve devralma işlemleri sonucunda bugün; elektrik dağıtım sektöründe faaliyet gösteren Başkent Enerji Dağıtım A.Ş., İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Toroslar Elektrik Dağıtım A.Ş. ile perakende elektrik satış sektöründe faaliyet gösteren Enerjisa Başkent Elektrik Perakende Satış A.Ş., Enerjisa İstanbul Anadolu Yakası Elektrik Perakende Satış A.Ş. ve Enerjisa Toroslar Elektrik Perakende Satış A.Ş.'nin paylarının tamamına sahip olan Enerjisa Enerji A.Ş. şirket yapısı oluşturulmuştur.

1.1. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Hacı Ömer Sabancı A.Ş.	590.534.483,56	50,0%	472.427.588	40,0%
DD Turkey Holdings S.a.r.l [E-On]	590.534.483,56	50,0%	472.427.588	40,0%
Halka Açık	0	0,0%	236.213.792	20,0%
Toplam	1.181.068.967,12	100,0%	1.181.068.967	100,0%

2. Mali Tablolar

2.1. Finansal Durum Tabloları

Varlıklar - Milyon TL	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Dönen Varlıklar	2.242,0	2.532,5	2.939,6	3.491,1
Nakit ve Benzerleri	112,7	152,1	74,6	155,2
Finansal Varlıklar	312,9	456,0	653,8	660,2
Ticari Alacaklar	1.471,4	1.545,3	1.720,5	2.167,0
Diğer Alacaklar	217,7	272,3	393,5	208,8
Stoklar	55,2	63,5	74,5	101,2
Peşin Ödenmiş Giderler	12,0	13,4	14,2	197,4
Cari Dönem Vergisi ile İlgili Varlıklar	20,3	6,0	0,2	1,2
Diğer	39,8	23,9	8,4	0,1
Duran Varlıklar	10.521,5	11.488,6	12.191,9	13.506,8
Diğer Alacaklar	302,5	382,2	230,7	490,9
Finansal Varlıklar	1.469,3	2.565,1	3.639,6	4.873,3
Maddi Duran Varlıklar	0,1	30,9	58,0	85,2
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	8.281,0	8.072,3	7.891,4	7.748,1
Ertelenmiş Vergi Varlığı	348,1	278,9	247,7	177,9
Diğer Duran Varlıklar	120,5	159,3	124,5	131,4
Toplam Varlıklar	12.763,5	14.021,1	15.131,4	16.997,9
Kaynaklar - Milyon TL	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.294,2	4.580,8	4.950,8	4.215,8
Finansal Borçlar	822,6	1.936,7	3.122,9	2.083,3
Ticari Borçlar	816,5	827,0	1.117,7	1.060,3
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaps.Borçlar	21,4	15,5	39,2	49,6
Diğer Borçlar	36,5	117,7	160,2	112,8
Türev Araçlar	-	-	-	37,1
Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	1.237,7	1.188,5	-	-
Ertelenmiş Gelirler	75,2	173,3	165,8	449,7
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	8,9	6,3	31,2
Kısa Vadeli Karşılıklar	163,7	167,3	167,9	177,4
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	120,6	145,9	170,8	214,5
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.429,0	5.074,4	5.433,9	7.581,3
Finansal Borçlar	2.337,7	3.110,4	3.445,1	5.384,6
Diğer Borçlar	608,1	735,2	880,0	1.068,3
Özelleştirme İdaresi'ne Borçlar	1.176,1	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	158,4	101,6	25,6	4,8
Uzun Vadeli Karşılıklar	38,6	58,8	56,4	73,1
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.110,2	1.068,4	1.026,7	1.050,4
Özkaynaklar	4.040,3	4.365,8	4.746,8	5.200,8
Toplam Kaynaklar	12.763,5	14.021,1	15.131,5	16.997,9

2.2. Kar/Zarar ve Diğer Kapsamlı Gelir Tabloları

Gelir Tablosu - Milyon TL	2014	2015	2016	2016/09	2017/09
Hasılat	8.064,4	9.153,6	9.103,4	6.919,4	8.591,5
Satışların Maliyeti	6.753,5	7.108,1	6.501,0	4.986,2	6.137,1
Brüt Kar	1.310,9	2.045,5	2.602,4	1.933,3	2.454,4
Genel Yönetim Giderleri	967,3	1.079,8	1.227,8	816,4	1.035,3
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	104,2	123,3	144,7	105,1	115,7
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	140,2	50,8	246,9	150,2	248,6
Faaliyet Karı / Zararı (-)	307,6	1.038,3	1.272,3	1.071,7	1.286,2
Finansman Gelirleri	68,6	31,5	39,7	35,4	73,3
Finansman Giderleri	640,0	606,9	797,8	557,4	755,4
Vergi Öncesi Kar/Zarar (-)	-263,7	462,9	514,2	549,8	604,1
Vergi Gideri	13,0	126,6	136,8	128,0	150,1
Dönem Karı / Zararı (-)	-276,7	336,3	377,4	421,8	454,0

3. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tacirler Yatırım Enerjisa Halka Arz Fiyat Tespit Raporu Özeti - Milyon TL	
Halka Arz Şekli	Ortak Satış
Çıkarılmış Sermaye	1.181,1
Halka Arz Edilecek Pay Adedi - Ek Satış Dahil	236,2
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	1.181,1
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,00%
Halka Arz Fiyatı	6,25 TL 7,50 TL
Halka Arz Edilecek Payların Değeri - Ek Satış Dahil	1.476,3 1.771,6
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	7.381,7 8.858,0

4. Değerleme Yöntemleri

Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Enerjisa paylarının halka arz fiyatının belirlenmesi amacıyla incelenen yöntemler aşağıda yer almaktadır.

- 1) Defter Değeri Yöntemi
- 2) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi
- 3) Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
 - a. Firma Değeri / Hasılat
 - b. Firma Değeri / FAVÖK
- 4) Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
 - a. Firma Değeri / Hasılat
 - b. Firma Değeri / FAVÖK

Halka arz fiyatının tespit edilmesinde yukarıda sayılan yöntemlerden Defter Değeri ve İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi yöntemlerine yer verilmemiş, Borsa İstanbul ve uluslararası piyasalarda oluşan çarpan analizi kullanılmıştır.

4.1. Borsa İstanbul ve Uluslararası Piyasalar'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetleri yürüten şirket bulunmaması nedeniyle; faaliyetlerinin ve şirket büyüklüklerinin nispeten benzer olması nedenleriyle Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş.'ye ait çarpanlar değerlendirmeye dahil edilmiştir.

Uluslararası piyasalarda işlem gören enerji ve altyapı şirketlerinden Enerjisa ile benzer faaliyetlere sahip olduğu düşünülen; Enel S.p.A., National Grid plc., Innogy SE, PPL Corporation, Endesa S.A., Gas Natural SDG S.A., SSE plc, Power Grid Corporation of India Limited, Terna Rete Elettrica Nazionale S.p.A., ENN Energy Holdings Limited, Equatorial Energia S.A. ve Energisa S.A.'ya ait çarpanlar değerlendirmeye dahil edilmiştir.

Her iki gruba ait Firma Değeri / Hasılat ve Firma Değeri / FAVÖK çarpanlarına göre hesaplanan Enerjisa birim pay değerleri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Firma Değeri / Hasılat Çarpanı - Milyon TL	Borsa İstanbul Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Enerjisa Hasılat (01.10.2016 - 30.09.2017)	10.775	
Firma Değeri / Hasılat Çarpanı	1,55x	1,46x
Hesaplanan Enerjisa Firma Değeri	16.702	15.732
Enerjisa Net Borç 30.09.2017	7.313	
Hesaplanan Enerjisa Şirket Değeri	9.389	8.419
Enerjisa Sermayesi	1.181	
Hesaplanan Birim Pay Değeri	7,95 TL	7,13 TL
Ağırlık	20,0%	80,0%
Ağırlandırılmış Birim Pay Değeri	7,29 TL	

Firma Değeri / FAVÖK* Çarpanı - Milyon TL	Borsa İstanbul Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Enerjisa FAVÖK (01.10.2016 - 30.09.2017)	2.270	
Firma Değeri / FAVÖK* Çarpanı	12,29x	9,69x
Hesaplanan Enerjisa Firma Değeri	27.898	21.996
Enerjisa Net Borç 30.09.2017	7.313	
Hesaplanan Enerjisa Şirket Değeri	20.585	14.683
Enerjisa Sermayesi	1.181	
Hesaplanan Birim Pay Değeri	17,43 TL	12,43 TL
Ağırlık	20,0%	80,0%
Ağırlandırılmış Birim Pay Değeri	13,43 TL	

* Söz konusu değer FAVÖK ve Yatırım Harcamaları Geri Ödemeleri'ni ifade etmektedir.

5. Sonuç

Tacirler Yatırım tarafından;

- Firma Değeri / Hasılat çarpanı yöntemine göre 7,29 TL
- Firma Değeri / FAVÖK çarpanı yöntemine göre 13,43 TL

olarak hesaplanan birim pay değerleri eşit ağırlıklandırılarak Enerjisa birim pay fiyatı 10,36 TL olarak hesaplanmıştır. Söz konusu değere uygulanan sırasıyla %39,7 ve %27,6 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay fiyatı değer aralığı 6,25 TL - 7,50 TL olarak tespit edilmiştir.

6. Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ve Belirlenen Fiyata İlişkin Analist Raporu

Analizimizde Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Fiyat Tespit Raporu’nda; Borsa İstanbul ve Uluslararası Piyasalar’da işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri / Hasılat ve Firma Değeri / FAVÖK çarpanları yöntemlerine yer verilmiştir.

- Şirket faaliyetlerinin Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu tarafından verilen Başkent Bölgesinde 2036’da, AYEDAŞ ve Toroslar Bölgeleri’nde 2042 tarihinde sona erecek olan dağıtım ve tedarik lisanslarına doğrudan bağlantılı olması,
- Yurt içi benzer şirketlerden Aksa Enerji’nin sadece elektrik üretim faaliyetleri gerçekleştirmesi nedeniyle benzer şirket olmaması,
- Benzer şirket olarak değerlendirmeye alınan uluslararası piyasalarda işlem gören şirketlerin lisans süreleri ve faaliyet gösterdikleri ülkelerdeki düzenlemelerin Türkiye’den farklı olması,

nedenleriyle Çarpan Analizi yerine İndirgenmiş Nakit Akımlar Analizi Yöntemi’nin fiyat tespiti için daha sağlıklı bir yöntem olduğunu düşünüyoruz.

Sonuç olarak;

İndirgenmiş Nakit Akımları’nın kullanılmasına ilişkin görüşümüz saklı kalmakla birlikte Fiyat Tespit Raporu’nda yer alan fiyat aralığını makul olarak değerlendiriyoruz.

Uyarı Notu

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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu rapor ABD’de dağıtılmak için hazırlanmamıştır.