

Enerjisa Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından Enerjisa Enerji A.Ş. ("Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama	1 - 2 Şubat 2018
Halka Arz Fiyatı	6,25 – 7,50 TL
Aracılık Yöntemi	"En İyi Gayret" ve Fiyat Aralığı ile Talep Toplama
Halka Arz Oranı	%18,00
Ek Satış Dahil Halka Arz Oranı	%20,00
Sermaye	1.181.069.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	212.592.414 TL nominal değerli pay
Ek Satışa Sunulan Pay Miktarı	23.621.378 TL nominal değerli pay
Halka Arz Büyüklüğü	1.328.702.588 TL – 1.594.443.105 TL
Ek Satış Dahil Halka Arz Büyüklüğü	1.476.336.200 TL – 1.771.603.440 TL
Tahsisat Oranları	Yurtdışı Kurumsal %85 Yurtiçi Kurumsal %10 Yurtiçi Bireysel %5
Fiyat İstikrarı	İşlem görmeye başladığı tarihten itibaren 30 gün boyunca yapılması planlanmaktadır.
Satmama Taahhüdü	Mevcut ortaklar ve şirket için 180 gün

Ortaklar	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası			
	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Ek Satış Hariç Pay Oranı	Sermaye (TL)	Ek Satış Dahil Pay Oranı	Sermaye (TL)
Hacı Ömer Sabancı Holding A.Ş.	50,00%	590.534.484	41,00%	484.238.277	40,00%	472.427.588
DD Turkey Holdings S.a.r.l. (E.On)	50,00%	590.534.484	41,00%	484.238.277	40,00%	472.427.588
Halka Açık	-	-	18,00%	212.592.414	20,00%	236.213.792
Toplam	100,00%	1.181.068.967	100,00%	1.181.068.967	100,00%	1.181.068.967

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Enerjisa; Ankara, Zonguldak, Kastamonu, Kırıkkale, Karabük, Bartın ve Çankırı illerini kapsayan Başkent Bölgesi'nde faaliyet gösteren Başkent EDAŞ ve Başkent EPSAŞ; İstanbul ilinin Asya yakasındaki ilçelerini kapsayan Ayedaş Bölgesi'nde faaliyet gösteren AYEDAŞ ve AYEPSAŞ ile Adana, Gaziantep, Mersin, Hatay, Osmaniye ve Kilis illerini kapsayan Toroslar Bölgesi'nde faaliyet gösteren Toroslar EDAŞ ve Toroslar EPSAŞ aracılığıyla elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış faaliyetleri yürütmektedir.

Şirket'in elektrik dağıtım faaliyetlerini Başkent EDAŞ, AYEDAŞ ve Toroslar EDAŞ, elektrik perakende satış faaliyetlerini ise Başkent EPSAŞ, AYEPSAŞ ve Toroslar EPSAŞ yürütmektedir. Elektrik dağıtım şirketlerinin faaliyetleri kendi bölgeleriyle sınırlıdır. Elektrik perakende satış şirketleri ise görevli tedarik şirketi olarak münhasıran kendi bölgelerindeki düzenlemeye tabi müşterilerine elektrik satışı yaparken, herhangi bir bölgesel sınırlama olmaksızın da Türkiye genelindeki serbest müşterilerine elektrik satışı gerçekleştirebilmektedir.

31 Aralık 2016 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 %22,0'ını oluşturan yaklaşık 9 milyon perakende müşteriye sahip olan Şirket, Türkiye'nin önde gelen elektrik dağıtım ve elektrik perakende satış şirketlerindedir.

31 Aralık 2016'da sona eren yılda yaklaşık 32,9 TWh ve 30 Eylül 2017'de sona eren dokuz aylık dönemde yaklaşık 25,5 TWh elektrik satışı yapan Şirket, Başkent Bölgesi, Ayedaş Bölgesi ve Toroslar Bölgesi'nde görevli tedarik şirketi olup, satış hacmi açısından Türkiye'nin lider elektrik perakende şirketi konumunda bulunmaktadır.

Şirket'in toplam müşteri sayısı, 31 Aralık 2016 itibarıyla yaklaşık 9,0 milyona ve 30 Eylül 2017 itibarıyla 9,1 milyona ulaşmıştır. Şirket, müşteri sayısı açısından pazar lideri konumunda olmasının yarattığı ölçek ekonomisi ve marka tanınırlığının, rekabet gücünü olumlu etkilediğine inanmaktadır. Toplam nüfusu 31 Aralık 2016 itibarıyla 20,6 milyon olan Başkent Bölgesi, Ayedaş Bölgesi ve Toroslar Bölgesi birlikte, Türkiye'nin 79,8 milyon seviyesindeki toplam nüfusunun %25,8'ini temsil etmektedir.

(Kaynak: İzahname)

3. Finansal Tablolar

<i>Milyon TL</i>	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Varlıklar				
Dönen Varlıklar	2.242,0	2.532,5	2.939,6	3.491,1
Nakit ve nakit 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
Duran Varlıklar	10.521,5	11.488,6	12.191,9	13.506,8
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
Toplam Varlıklar	12.763,5	14.021,1	15.131,4	16.997,9

<i>Milyon TL</i>	31.12.2014	31.12.2015	31.12.2016	30.09.2017
Yükümlülükler				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.294,2	4.580,8	4.950,8	4.215,8
Kısa vadeli borçlanmalar	822,6	1.936,7	3.122,9	2.083,3
Ticari borçlar	816,5	827,0	1.117,7	1.060,3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	5.429,0	5.074,4	5.433,9	7.581,3
Uzun vadeli borçlanmalar	2.337,7	3.110,4	3.445,1	5.384,6
Özkaynaklar	4.040,3	4.365,8	4.746,8	5.200,8
Ödenmiş sermaye	4.389,6	4.389,6	3.964,5	1,181.1*
Geçmiş yıllar karları	(130,2)	(406,9)	268,6	552,2
Net dönem karı	(276,7)	335,3	377,4	454,0
Toplam Kaynaklar	12.763,5	14.021,1	15.131,4	16.997,9

Kaynak: Enerjisa, *2,836 milyon TL tutarındaki Sermaye Düzeltme Farkları hariç

<i>Milyon TL</i>	2014	2015	2016	2017/09
Hasılat	8.064,4	9.153,6	9.103,4	8.591,5
Satışların maliyeti (-)	6.753,5	-7.108,1	6.501,0	6.137,1
Brüt Kar	1.310,9	2.045,5	2.602,4	2.454,4
Genel Yönetim gideri (-)	967,3	1.079,8	1.227,8	1.035,3
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	104,2	123,3	144,7	115,7
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	140,2	50,8	246,9	248,6
Faaliyet Karı	307,6	1.038,3	1.272,3	1.286,2
Finansman gelirleri	68,6	31,5	39,7	73,3
Finansman giderleri (-)	640,0	606,9	797,8	755,4
Vergi öncesi Kar	263,7	462,9	514,2	604,1
Vergi Gideri (-)	13,0	126,6	136,8	150,1
Net Dönem Karı	(276,7)	336,3	377,4	454,0

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Şirket hakkında Tacirler Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirilmesinde Borsa İstanbul'da oluşan piyasa çarpanları analizi ve uluslararası piyasalarda oluşan piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır. Ayrıca defter değeri yöntemi ve indirgenmiş nakit akımları analizi incelenmiş ancak şirketin değerlendirilmesine uygun bulunmamıştır.

- Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin çarpanlarına göre yapılan çalışmada halka açık Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş. benzer şirketler olarak kullanılmıştır. Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında Enerjisa gibi sadece elektrik dağıtım ve perakende satış faaliyetlerinde bulunan bir şirket bulunmadığından enerji sektöründe faaliyet gösteren Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş. ile Enerjisa'nın karşılaştırılması uygun bulunmuştur. Borsa İstanbul'da işlem gören ve elektrik üretim faaliyetlerinde bulunan diğer şirketler, faaliyetlerinin nispeten küçük olması sebebiyle Enerjisa ile karşılaştırılmamıştır.
- Uluslararası benzer şirketlerin çarpanları analizinde ise faaliyetleri itibarıyla Enerjisa ile karşılaştırılabilir olduğu düşünülen uluslararası enerji ve altyapı şirketleri; 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. şirketleri benzer şirketler olarak kullanılmıştır.
- Her iki yöntemde de değerlendirme çarpanları olarak Firma Değeri/Hasılat ve Firma Değeri/FVAÖK çarpanları kullanılmıştır.
- Yapılan analizlerde Firma Değeri/Hasılat çarpanları değerlendirilirken yüksek çarpanlar, alınan ortalamalarda dışarıda bırakılmıştır.
- Alınan ortalama çarpanlara göre şirketin değerinin hesaplanmasında, 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. İki analize farklı ağırlıklar verilmesi ise Borsa İstanbul'daki benzer şirketlerin sayısının sadece iki, uluslararası benzer şirketlerin sayısının ise on iki olması olarak açıklanmıştır.
- Yapılan analiz sonrasında Firma Değeri/Hasılat Değeri çarpanına göre; 1TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen değer 7,29TL olarak, Firma Değeri/FVAÖK çarpanına göre 1TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen değer 13,43TL olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplara göre 1TL nominal değerli Enerjisa payı başına düşen ortalama değer 10,36TL olarak hesaplanmıştır.

5. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen Şirket bilgileri ve değerlendirme ile ilgili açıklamaların yeterli olduğu düşünülmektedir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında değerlendirme sonucu bulunan fiyatın makul olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyat aralığının tavanı ve tabanı, değerlendirme sonucuna göre sırayla %27,6 ve %39,7 oranlarında iskontoludur ve halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Regüle bir pazarda faaliyet gösteren Enerjisa'nın mevcut tarife dönemi içinde gelirlerinin büyük bir kısmı öngörülebilmektedir. Buna paralel İndirgenmiş Nakit Akımı analizinin daha makul bir değerlendirme sonucu çıkarabileceği düşünülmektedir.

- Borsa İstanbul'daki benzer şirketler olarak kullanılan şirketlerin ve Enerjisa'nın, iş modelleri ve gelir kalemleri oldukça farklıdır. Rapor da belirtildiği üzere Borsa İstanbul'da benzer iş modeline sahip bir şirket bulunmadığından, Borsa İstanbul'daki benzer şirketlere göre yapılan analize değerlendirilme yer verilmemesi veya sanayi şirketlerinin ortalamasının kullanılması daha makul olabilir.
- Uluslararası benzer şirketlerin iş modelleri Enerjisa ile benzerlik gösterse de, getiri dinamikleri farklılık göstermektedir. Bu nedenle uluslararası benzer şirketlere dayalı analizde, getiri dinamiklerindeki farklılıkların etkisini minimize etmek açısından daha farklı değerlendirme çarpanlarına da yer verilebilir.
- Değerlemede kullanılan iki analizde bulunan değerler arasındaki fark çok yüksektir. Bu nedenle farklı analiz yöntemlerinin kullanılması veya benzer şirket kümelerindeki şirket sayılarının artırılması daha makul olabilir.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Rapor da yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.