

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret 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 QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır. Rapor, Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş ("Naturel Enerji") tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 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	
Halka Arz Tarihi	1-2 Ağustos 2019
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış – Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	25,000,000 TL
Halka Arz Oranı	%36.36
Halka Arz Fiyatı	5.80 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Edilecek Paylar	12,000,000 TL nominal değerli pay Sermaye Artırımı 8,000,000 TL Ortak Satışı: 4,000,000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69,600,000 TL

Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)
Yusuf Şenel	100.00%	25,000,000	63.64%	21,000,000
Halka Açık	0.00%	-	36.36%	12,000,000
Toplam	100.00%	25,000,000	100.00%	33,000,000

2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. 13 Ekim 2009 tarih ve 7416 sayılı TTSG’de ilan edildiği üzere, 100.000 TL ödenmiş sermaye ile kurulmuş ve Türkiye’de tescil edilmiştir. Şirket, 20 Temmuz 2010’da ödenmiş sermayesini 1.000.000 TL’ye çıkarmıştır. Şirket, 6362 sayılı Sermaye Piyasa Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sisteminin kabul etmiş ve Sermaye Piyasa Kurulu’nun 28 Mart 2019 tarih ve 19/412 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiş, kayıtlı sermaye tavanı olarak 100.000.000 TL olarak belirlenmiştir.

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına Yenilenebilir enerji santralleri yapan bir EPC (mühendislik, tedarik, kurulum) şirkettir. Müteahhit firma olarak tüm mühendislik üretim montaj ve teslim işlemlerini üstlenmektedir. Şirketin faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3.maddesinde “Şirket, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmek amacıyla: elektrik üretim santralleri kurulması, kurulan santrallerin işletilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ticareti ile iştigal eder.” şeklinde belirtilmiştir. Şirket, müşterilerine anahtar teslim güneş ve rüzgar enerjisi santralleri kurmakla beraber sermayesinin tamamına sahip olduğu şirketler aracılığı ile kendi kullanım için de enerji santralleri kurmaktadır.

Şirketin faaliyetleri:

1.Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği, EPC

Şirket’in bu kapsamda müşterilere sunduğu hizmetler;

- Yer Seçimi Hizmetleri
- Lisans Alım Hizmetleri
- Proje geliştirme ve Mühendislik Hizmetleri
- Arazi Edinimi Hizmetleri
- Meteoroloji Ölçüm Hizmetleri
- Santral Bileşenleri Temini
- Anahtar Teslim Yenilenebilir Enerjisi Santrali Kurulum (EPC) Hizmetleri
- İletişim ve Dağıtım Şebekeleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri
- Şalt Sahaları, Trafo Merkezleri ve Dağıtım Merkezleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri
- Şebeke Bağlantısı Hizmetleri

2009 yılında kurulan Şirket 2015 yılına kadar müşterileri adına enerji projeleri hazırlamıştır ve zaman içerisinde enerji projelerinin müteahhitliğini yapmaya başlamıştır. Şirket 2016-2018 yılları arasında kendi adına üretim yapmak üzere 21.7MW Güneş Enerji Santrali yapmıştır. Şirket, kendi için projelendirip yapımını gerçekleştirdiği 21.7MW dahil olmak üzere toplam 40MW kadar Güneş Enerji Santralini projelendirerek

yapımını ya da sadece projesini geliştirmiş ve santrallerin kurulmasını tamamlayarak üretime almıştır. Şirket elektrik üretimini ve satışının tamamını Ankara’da gerçekleştirmektedir.

Ayrıca, Enerji Nakil Hattı tesislerinin projelendirilmesi, Trafo Merkezi, Şalt Sahası, Dağıtım Merkezi projelendirme ve yapımını üstlenmiştir.

2.Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Naturel Enerji yurtiçinde toplam 21.7 MWp kurulu elektrik gücüne sahip olan ve toplam 18.6 MWac çıkış kapasiteli santralleri ile sektörde üretim tarafında da yerini almıştır. Şirket, sermayelerinin tamamı kendisine ait olan iki adet alt şirketi ile toplam 21.718 kwp lisanssız üretim kapasitesine sahip Güneş Enerji Santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Bu santraller 2017 yılında üretime başlamıştır. Şirket tüm bu faaliyetlerini halen 26 adet personel ile yürütmektedir.

5346 sayılı YEK kanunu YEKDEM kapsamında güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği elektrik enerjisini 10 yıl boyunca kwh/13.3 USD/cent’ten devlete satış hakkı sağlanmıştır. Bu yönetmelik kapsamında Türkiye’de Haziran 2019 itibarı ile 5300 MW Güneş santrali devreye alınmış ve tamamı 10 yıl süre boyunca 13.3 USD/cent /kWh elektrik alım garantisinden faydalanmaktadır.

Naturel Enerji bünyesinde bulunan 19 adet santral 5346 sayılı YEK kanunu, 6094 sayılı değişiklik hususunda kanun,18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletilmektedir.

Şirket, sermayesinin tamamı kendisine ait olan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş ve Angora Elektrik Üretim AŞ’nin altında bulunan 13 adet bağlı ortaklıklarına ait lisanslarla üretim yapmaktadır.

Satışların Dağılımı:

	31/03/2019		31/03/2018		31/12/2018		31/12/2017		31/12/2016	
	Satış Tutarı (TL)	%	Satış Tutarı (TL)	%	Satış Tutarı (TL)	%	Satış Tutarı (TL)	%	Satış Tutarı (TL)	%
Elektrik Üretimi	3,847,031	16.42%	121,239	1.56%	14,074,371	67.98%	1,590,279	2.55%	0	0.00%
Enerji Mütahhittliği	19,584,018	83.58%	7,645,363	98.44%	6,629,268	32.02%	60,708,271	97.45%	11,380,567	100.00%
Toplam	23,431,049	100.00%	7,766,602	100.00%	20,703,639	100.00%	62,298,550	100.00%	11,380,567	100.00%

3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirilme çalışmasında kullanılacak değerlendirme yöntemleri "Pazar Yaklaşımı/Piyasa Çarpanları", "Gelir Yaklaşımı/ İndirgenmiş Naki Akımları" ve "Maliyet Yaklaşımı" olarak sıralandırılmıştır. Ancak, şirketin gelirlerinin makroekonomik şartlara da bağlı olarak dalgalı seyretmesi nedeniyle geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılmadığı için indirgenmiş nakit akımlarına ilişkin bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır. Raporunda ayrıca; "Maliyet Yaklaşımı" Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardınının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normal işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesine uygulanmadığı belirtilerek, "Maliyet Yaklaşımı" analizi de kullanılmamıştır. Çarpan analizine ise ,dört farklı grup altında 1) "BIST-Ana Pazar" (mali sektör dışı), 2) "BIST-"Enerji Sektörü", 3) BIST-İnşaat/Bayındırlık Sektörü" ve 4) enerji sektöründe faaliyet gösteren "Yurtdışı Benzer Şirketler" dahil edilmiştir. Analiz kapsamında "Piyasa Değeri/ Defter Değeri" (PD/DD), "Fiyat/Kazanç" (F/K) ve "Firma Değeri/FAVÖK" (FD/FAVÖK) çarpanları değerlendirilmiştir.

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinin ilk kısmında BIST Ana Pazar şirketleri içinde Naturel Yenilenebilir Enerji'nin faaliyet alanı gereği mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve 130 adet Ana Pazar şirketi baz alınmıştır. Şirketlerin 08/07/2019 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.
- Çarpan analizinin ikinci kısmında, BIST- Enerji Sektörü şirketlerinden AKENR, AKSEN, ENJSA, ODAS ve ZOREN Yıldız Pazar'da işlem gördükleri için değerlendirme harici tutulmuştur. Geri kalan şirketlerin 08/07/2019 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlarının az veri olduğundan dolayı aritmetik ortalamaları kullanılmıştır. PD/DD için 10x, F/K ve FD/FAVÖK için 40x'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.
- Çarpan analizinin üçüncü kısmında, BIST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü şirketinden ANELE ve ENKAI Yıldız Pazar'da işlem gördükleri için değerlendirme harici tutulmuştur. Şirketlerin 08/07/2019 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlarının az veri olduğundan dolayı aritmetik ortalamaları kullanılmıştır. PD/DD için 10x, F/K ve DF/FAVÖK için 40x'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.
- Çarpan analizinin dördüncü kısmında, "Yurtdışı Benzer Şirketler" grubuna 12 adet yurtdışı şirketi dahil edilmiştir. Şirketlerin 08/07/2019 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlarının az veri olduğundan dolayı aritmetik ortalamaları kullanılmıştır. PD/DD için 10x, F/K ve DF/FAVÖK için 40x'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamaya dahil edilmemiştir.
- Yapılan dört analiz sonucu ulaşılan piyasa değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için ortalama 181,404,185TL piyasa değeri ve 7.26TL birim pay değerine ulaşılmıştır. Bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 5.80TL birim halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanlarına Göre Şirket Değeri (TL)

BIST ANA PAZAR			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1.17	6.06	8.97
Şirket Değeri	128,770,643	31,545,838	101,055,367
Ortalama Şirket Değeri	87,123,949.00		

BIST ENERJİ			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Ortalama	2.93	14.12	-
Şirket Değeri	322,476,910	241,666,132	-
Ortalama Şirket Değeri	282,071,571.00		

BIST İNŞAAT VE BAYINDIRLIK			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Ortalama	0.99	6.76	9.98
Şirket Değeri	109,117,004	49,723,008	112,471,506
Ortalama Şirket Değeri	90,437,173.00		

YURTDIŞI BENZER ŞİREKTLER			
	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Ortalama	2.57	17.76	15.85
Şirket Değeri	282,946,890	336,468,623	178,536,781
Ortalama Şirket Değeri	265,984,098.00		

KARŞILAŞTIRILAN SEKTÖRLER	
BIST ANA PAZAR	87,123,949
BIST ENERJİ	282,071,571
BIST İNŞAAT VE BAYINDIRLIK	90,437,173
YURTDIŞI BENZER ŞİREKTLER	265,984,098
Ortalama Şirket Değeri	181,404,185
NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.	(TL)
ÖDENMİŞ SERMAYE	25,000,000
BİRİM PAY DEĞERİ	7.26
HALKA ARZ İSKONTO ORANI	20%
İSKONTO TUTARI	36,280,837
İSKONTOLU ŞİKET DEĞERİ	145,123,348
İSKONTOLU BİRİM PAY DEĞERİ	5.80

4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı, değerlendirme sonucuna göre %20 oranında iskontoludur ve halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Çarpan analizinde kullanılan 4 farklı şirket grubuna göre hesaplanan şirket değerleri arasında ciddi farklılıklar gözlenmektedir. BIST Ana Pazar grubu dışında kullanılan diğer grup analizlerinde daha çok sayıda ve iş kolları ile daha yakınlık gösteren şirketlerin kullanılması daha sağlıklı sonuçlar sağlayabilir. Bununla birlikte şirketin enerji ve taahhüt birimlerinin çarpan analizi ile değerlemesinin ayrı ayrı yapılması daha iyi sonuçlar verebilir.
- Şirketin finansal sonuçları geçmiş yıllar itibarıyla fazla dalgalanma göstermektedir. Değerlemede kullanılan şirket için hesaplanan geçmişe dönük 12 aylık (31/03/2018-31/03/2019) FAVÖK ve net kar rakamları bu nedenle şirketin piyasa değeri hesaplamasında yanıltıcı sonuçlara işaret edebilir. Bu nedenle ileriye dönük sürdürülebilir FAVÖK ve net kar tahminleri üzerinden yapılacak bir değerlendirme daha sağlıklı sonuçların elde edilmesine neden olabilir.
- Şirketin çarpan analizinin yanı sıra ileriye dönük projeksiyonlar kullanılarak hazırlanabilecek "İndirgenmiş Nakit Akımı" analizi değerlemenin daha iyi sonuç vermesini sağlayabilir.

UYARI NOTU

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB 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.

Raporda 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 zararla 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.