

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. ("Naturel Enerji" veya "Şirket") "Fiyat Tespit Raporu" Değerlendirme Raporu

Bu değerlendirme raporu Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. **Bu rapor yalnızca aracı kurumun fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup yatırımcılar, halka arza ilişkin sirküleri ve izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

Halka Arz Yapısı:

NATUREL ENERJİ HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.
Konsorsiyum Lideri	Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Çıkarılmış Sermaye	25.000.000 TL
Ortak Satışı	4.000.000 TL
Satış Yöntemi	Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Sermaye Artırımı	8.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Toplam Nominal Tutar	12.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	33.000.000 TL
Halka Açılacak Oran	36,36 %
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz İskontosu	20 %
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	5,80 TL
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontosuz)	7,26 TL
Şirket Değeri (İskontolu)	145.123.348 TL
Şirket Değeri (İskontosuz)	181.404.185 TL

Kaynak: Naturel Enerji

Naturel Enerji Hakkında

Naturel Enerji; müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapan EPC şirkettir. Kendisi adına yapmış olduğu 21,7 MWp üretim kapasiteli güneş enerji santralleri Ankara'nın ilçelerinde bulunmaktadır. Bu bağlamda Şirket'in faaliyetleri iki ana başlıkta toplanmaktadır.

i. Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği

Şirket'in bu kapsamda müşterilerine sunduğu hizmetler şu şekildedir;

- ✓ Yer seçimi hizmetleri lisans alım hizmetleri
- ✓ Proje geliştirme ve mühendislik hizmetleri
- ✓ Arazi edinimi hizmetleri
- ✓ Meteorolojik ölçüm hizmetleri
- ✓ Santral bileşenleri temini
- ✓ Anahtar teslimi yenilenebilir enerji santrali kurulum (EPC) hizmetleri
- ✓ İletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri
- ✓ Şalt sahaları, trafo merkezleri ve dağıtım merkezleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri
- ✓ Şebeke bağlantısı hizmetleri

Naturel Enerji bugüne kadar yurtiçinde 50 MW kadar güneş enerji santralini projelendirerek yapımını, ya da projesi geliştirilmiş santrallerin kurulumunu tamamlayarak üretime almıştır. Ayrıca enerji nakil hattı tesislerinin projelendirilmesi, trafo merkezi, şalt sahası, dağıtım merkezi projelendirme ve yapımını üstlenmiştir.

Türkiye'de çok farklı ölçeklerde, genellikle pazar payı %0,4 ve altında olan, birçok EPC firması güneş enerjisi sektöründe faaliyet göstermektedir. Naturel Enerji ise %2'lik Pazar payı ile ilk 7 firma arasında yer almaktadır. 2019 yılı ve sonrasında Naturel Enerji, Türkiye'de lisanslı ve lisanssız proje satın almaları yaparak ve bu projelerin EPC hizmetlerini de üstlenerek Pazar payını %10'lara çıkarıp sektörde lider olmayı planlamaktadır. 12 Mayıs 2019 tarihinde güncellenen Lisansız Elektrik Üretim Yönetmeliği ile birlikte sektörde özel tüketim amaçlı güneş enerjisi santral kurumlarının ivmelenmesi beklenmektedir.

ii. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarında Elektrik Üretimi

Ülkemiz güneş enerjisinden elektrik üretimi için avantajlı bir konuma sahiptir. Naturel Enerji güneş yurtiçinde 21,7 MWp işletmede olan santralleri ile sektörde üretim tarafında yerini almıştır. Bu santraller 2017-2018 yılında üretime başlamıştır. Şirket tüm faaliyetlerini 27 personel ile yürütmektedir.

Ortaklık Yapısı

Şirketin paylarından %5 ve fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir. Şirkette dolaylı pay sahipliği bulunmamaktadır.

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın; Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı					
	Son Genel Kurul Toplantısı (31/01/2019)			Son Durum 10.07.2019		
	(TL)	Sermaye Payı(%)	Oy Hakkı (%)	(TL)	Sermaye Payı(%)	Oy Hakkı (%)
Yusuf Şenel	25.000.000	100,00	100,00	25.000.000	100,00	100,00
TOPLAM	25.000.000	100,00	100,00	25.000.000	100,00	100,00

Kaynak: Naturel Enerji

Sermayeyi temsil eden paylar hakkında bilgi:

Sermayeyi Temsil Eden Paylar Hakkında Bilgi					
Grubu	Nama/ Hamiline	İmtiyazların Türü	Bir Payın Nominal Değeri (TL)	Toplam (TL)	Sermayeye Oran (%)
A	Nama	Var*	1	3.000.000	12,00
B	Hamiline	Yok	1	22.000.000	88,00
TOPLAM				25.000.000	100,00

Kaynak: Naturel Enerji

*Şirketin çıkarılmış sermayesi 25.000.000TL olup, 3.000.000 TL nominal değerli paylar A grubu, 22.000.000 TL nominal değerli paylar B grubu'dur. Şirketin işleri ve idaresi Genel Kurul tarafından Türk Ticaret Kanunu hükümlerince seçilecek en az altı, en çok sekiz üyeden oluşan bir Yönetim Kurulu tarafından yürütülür. Yönetim kurulu üye sayısının 6 veya 7 üyeden oluşması durumunda 3 üyesi A Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Yönetim kurulu üye sayısının 8 kişiden oluşması durumunda 4 üyesi A Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Kalan yönetim kurulu üyeleri B Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Olağan veya olağanüstü Genel Kurul toplantılarında hazır bulunan hissedarların veya yetkililerin her biri A Grubu pay için onbeş oyu, her biri B Grubu pay için bir oyu vardır.

Önemli Hususlar

Halka Arz Sonrası Amaç ve Yatırım Planları

Şirket, Enerji sektöründe fırsatlar oluştuğu görüşüyle, hem bu yeni yatırım fırsatlarını değerlendirmek, hem de borçlarının bir kısmını kapatmak suretiyle finansal yapısını güçlendirmek için halka arz kararı almıştır.

Şirket'in 10/07/2019 Tarih ve 2019/30 no'lu Yönetim Kurulu Kararı ile Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.'nin planlanan halka arzı, sermaye artırımını ve ortak satışı yoluyla gerçekleştirecektir. Yönetim Kurulu'nun 10/07/2019 tarihinde aldığı 2019/31 sayılı karar ile

sermaye artırımını yoluyla gerçekleştirilecek halka arzdan sağlanacak net gelirin aşağıdaki gibi kullanılması planlanmaktadır:

1. Kısa Vadeli Borçlanmalar ve Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımlarının Kapatılması:

Halka arz gelirinin yaklaşık %25'inin Kısa Vadeli Banka Kredileri ile Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısımlarını kapatmayı planlanmaktadır. Bu sayede Şirketin finansal yapısının güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

2. Enerji Sektöründeki Yeni Yatırım Fırsatlarının Değerlendirilmesi:

Halka arz gelirinin yaklaşık %75'inin Güneş Enerjisi sektöründeki yeni yatırım fırsatlarını değerlendirmek için gerekli satın almaların yapılmasında kullanmayı planlamaktadır.

Finansal Tablolar

Bilanço

TL	2019/3	2018	2017	2016
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	35,494,588	17,615,409	19,293,085	10,527,020
Nakit ve Nakit Benzerleri	555,762	695,978	1,356,515	6,895,913
Ticari Alacaklar	28,736,931	7,141,315	5,395,891	736,977
Diğer Alacaklar	740,215	6,042,045	7,601,945	804,003
Peşin Ödenmiş Giderler	1,810,304	1,632,739	2,845,240	390,406
Stoklar	179,122	179,122	57,121	947,377
Diğer Dönen Varlıklar	3,472,254	1,924,210	2,036,373	752,346
Duran Varlıklar	251,136,678	247,998,903	73,346,668	30,526,162
Finansal Yatırımlar	100,000	100,000	500,000	196,250
Ticari Alacaklar	-	-	2,818,259	-
Diğer Alacaklar	572,502	539,147	405,436	12,854
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	30,284,420	30,284,420	9,335,947	6,388,682
Maddi Duran Varlıklar	217,893,310	210,266,501	57,311,787	19,107,113
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,191,198	2,190,844	2,109,945	3,910,490
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	-	-	443,609	910,772
Peşin Ödenmiş Giderler	95,249	4,617,991	238,704	-
TOPLAM VARLIKLAR	286,631,266	265,614,313	92,456,773	41,053,183
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	49,662,368	48,305,662	51,594,728	14,114,899
Kısa Vadeli Borçlanmalar	2,009,415	4,385,067	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	30,124,782	33,007,892	9,672,062	4,320,440
Diğer Finansal Yükümlülükler	205,210	139,070	249,705	121,817
Ticari Borçlar	9,968,194	6,215,078	36,410,301	7,963,326
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	166,187	127,532	1,422,253	107,275
Ertelenmiş Gelirler	3,996,079	3,781,134	3,463,235	1,081,820
Kısa Vadeli Karşılıklar	17,287	17,795	34,931	6,353
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2,889,133	632,094	342,241	513,868
Uzun Vadeli Yükümlülükler	126,908,519	109,566,787	34,184,746	29,577,051
Uzun Vadeli Borçlanmalar	94,666,216	81,041,658	32,244,640	18,405,252
Ticari Borçlar	-	-	1,796,119	11,093,155
Uzun Vadeli Karşılıklar	115,552	238,195	143,988	78,644
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	32,126,294	28,286,477	-	-
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	458	458	-	-
ÖZKAYNAKLAR	110,060,379	107,741,866	6,677,300	-2,638,767
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	110,060,379	107,741,866	6,677,300	-2,646,672
Ödenmiş Sermaye	25,000,000	20,000,000	10,000,000	2,500,000
Sermaye Düzeltme Farkları	274,000	3,211,250	-	-
Duran Varlık Değer Artış Fonu	84,372,957	84,989,049	-	-
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	1,013,087	465,064	169,402	24,999

Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-1,989,631	-9,435,069	-7,574,080	-280,781
Net Dönem Karı/Zararı	1,389,966	8,511,571	4,055,156	-4,890,645
TOPLAM KAYNAKLAR	286,631,266	265,614,313	92,456,773	41,053,183

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

Gelir Tablosu

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ

TL	01.01.2019- 31.03.2019	01.01.2018- 31.03.2018	01.01.2018- 31.12.2018	01.01.2017- 31.12.2017	01.01.2016- 31.12.2016
Hasılat	23,431,049	7,766,602	20,703,639	62,298,550	11,380,567
Satışların Maliyeti	-5,188,985	-5,658,651	-7,730,425	-52,664,272	-9,053,154
Brüt Kar/Zarar	18,242,864	2,107,952	12,973,214	9,634,277	2,327,413
Genel Yönetim Giderleri	-1,385,256	-1,973,996	-6,378,348	-4,413,231	-1,768,337
Pazarlama Giderleri	-	-	-	-199,958	-181,308
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	164,671	1,931,443	9,540,954	36,373	2,914,278
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-1,452,673	-1,878,028	-1,070,749	-2,731,050	-5,182,412
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI (-)	15,568,867	187,371	15,065,071	2,326,411	1,890,366
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET K/Z	15,593,072	286,667	23,891,680	2,326,698	-1,893,479
Finansman Gelirleri	1,660,536	0	11,336,353	8,572,878	499,034
Finansman Giderleri	-12,047,632	-1,798,740	-21,068,523	-5,548,675	-3,650,877
VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	5,205,976	-1,422,073	14,159,510	5,350,901	5,045,321
Dönem Vergi Gideri	-22,956	-	-882,417	-1,509,034	-463,962
Ertelenmiş Vergi Gelir Gideri	-3,793,054	57,684	-4,765,522	199,759	617,519
Dönem Karı / Zararı	1,389,966	-1,364,390	8,511,571	4,041,626	4,891,764

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşlerimiz

Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Metro Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alınarak; Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "Pazar Yaklaşımı" yöntemi kullanılmış olup "Gelir Yaklaşımı ve "Maliyet Yaklaşımı" yöntemleri kullanılmamıştır.

"Pazar Yaklaşımı" Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Pazar Yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında;

- Piyasa Değeri/Defter Değeri ("PD/DD")
- Fiyat/Kazanç ("F/K")
- Firma Değeri/FAVÖK ("FD/FAVÖK") oranları değerlendirilmiştir.

Şirket'in ana faaliyet konusu müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapmak ve elektrik üretimidir. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda

- (i) BİST – Ana Pazar,
(ii) BİST – Enerji Sektörü,
(iii) BİST – İnşaat-Bayındırlık Sektörü,
(iv) Yurtdışı Benzer Şirketlerin

08.07.2019 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır.

(i) BİST – Ana Pazar Çarpanlarına Göre Hesaplanan Şirket Değeri:

Şirketler			
	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K
Medyan	1,17	6,06	8,97
Şirket Değeri (TL)	128.770.643	31.545.838*	101.055.367
Ortalama Şirket Değeri (TL)**	87.123.949		

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

*Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

**Yöntemleri verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

(ii) BİST – Enerji Sektörü Çarpanlarına Göre Hesaplanan Şirket Değeri:

Şirketler			
	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K
Ortalama	2,93	14,12	-
Şirket Değeri (TL)	322.476.910	241.666.132*	101.055.367
Ortalama Şirket Değeri (TL)**	282.071.521		

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

*Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

**Yöntemleri verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

(iii) BİST – İnşaat ve Bayındırlık Sektörü Çarpanlarına Göre Hesaplanan Şirket Değeri:

Şirketler			
	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K
Ortalama	0,99	6,76	9,98
Şirket Değeri (TL)	109.117.004	49.723.008*	112.471.506
Ortalama Şirket Değeri (TL)**	90.473.173		

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

*Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

**Yöntemleri verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

(iv) BİST – Yurtdışı Benzer Şirket Çarpanlarına Göre Hesaplanan Şirket Değeri:

Şirketler			
	Pd/Dd	Fd/Favök	F/K
Ortalama	2,57	17,76	15,85
Şirket Değeri (TL)	282.946.890	336.468.623*	178.536.781

Ortalama Şirket Değeri (TL)**

265.984.098

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

*Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.

**Yöntemleri verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Sonuç

Naturel Enerji için BİST Ana Pazar, BİST Enerji Sektörü, BİST İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
BİST Ana Pazar	87.123.949
BİST Enerji Sektörü	282.071.521
BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	90.437.173
Yurtdışı Benzer Şirketler	265.984.098
Ortalama Şirket Değeri*	181.404.185
Naturel Enerji A.Ş.	(TL)
Ödenmiş Sermaye	25.000.000
Birim Pay Değeri	7,26
Halka Arz İskonto Oranı	%20
İskonto Tutarı	36.280.837
İskontolu Şirket Değeri	145.123.348
İskontolu Birim Pay Değeri	5,80

Kaynak: Naturel Enerji, Metro Yatırım

*Pazar ve sektörlerin verdiği değerler eşit ağırlıklandırılmıştır.

Sonuç olarak Naturel Enerji için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 181.404.185 TL'lik piyasa değerine ve 7,26 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5,80 TL olarak belirlenmiştir.

Genel Değerlendirme

- ✓ Raporla Şirket hakkında verilen bilgi, açıklama ve mali tablolar yeterlidir.
- ✓ Değerleme çalışmasında Uluslararası Değerleme Standartları 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri Standardının 70.2 veya 70.3 nolu maddelerinde yer verilen Maliyet Yaklaşımının işletmelerin veya işletmedeki payların değerlemesinde olan kriterleri nadiren sağlaması sebebiyle kullanılmamasını makul bulmaktayız. Diğer taraftan, değer tespitinde Gelir Yaklaşımı metodunun da kullanılmasının makul olacağını düşünmekteyiz.
- ✓ Değerleme çalışmasında Ana Pazar çarpanları ortalamasının hesaplanmasında medyan değerlerin kullanılmasını makul bulmaktayız. Ancak diğer sektör ve şirketlerin ortalaması alınırken aritmetik ortalama yerine yine medyan değer kullanılmasının daha makul olacağını düşünmekteyiz.

- ✓ Pazar Yaklaşımı Yönteminde, BİST-Ana Pazar değerinin kullanılmasını, Yıldız Pazarda işlem gören şirketlerin büyüklük olarak Naturel Enerji'den farklı ölçüğe sahip olduğu için dahil edilmemesini makul bulmaktayız.
- ✓ Pazar Yaklaşımı Yönteminde, yurtiçi benzer şirketlerin yanı sıra yurtdışı benzer şirketlerin de değerlendirilmesine dahil edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz. Ancak, yurtdışı benzer olarak seçilen şirketlerin Naturel Enerji'den daha büyük ölçekte olduğu için ölçek olarak uygun olabilecek şirket seçiminin daha makul olacağını düşünmekteyiz.
- ✓ Uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

Piyasa Çarpanları Yöntemine göre hesaplanan iskonto uygulanmış 145.123.348 TL Şirket değeri ve 5,80 TL pay başına değeri, yukarıda belirttiğimiz çekinceler dışında, makul bulmaktayız.

‘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.’