



# ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

## FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

### EYLÜL 2020

Önemli Not İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") aracılık ettiği Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ("Esenboğa Elektrik" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım Menkul Değerler'in hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	1-2 Ekim 2020
Halka Arz Büyüklüğü	204.000.000
Hisse Kodu	ESEN
Halka Arz Oranı	37,50%
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	64.000.000 TL nominal
Aracılık Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsa'da Satış
Halka Arz Miktarı/Şekli	24.000.000 TL nominal değerli paylar - Sermaye Artırımı
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	Şirket, 1 yıl süre ile bedelli sermaye artırımı yapmama taahhüdünde bulunmuştur. Şirket paylarının tamamının sahibi olan Naturel Yenilenebilir Enerji Tic. A.Ş. Şirkette sahip olduğu payları, halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan satmamayı ve bu payların halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmamayı, aksi durumda özel durum açıklaması yapmayı taahhüt etmiştir.
Fiyat İstikrarı	Planlanmamıştır.

## Şirket Bilgileri

Şirket, 20.08.2015 tarihinde "Margün 8 Enerji Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile Naturel 1 Enerji Ticaret Limited Şirketi (Yeni Unvanı: Naturel Enerji) tarafından toplam 10.000.- (Onbin Türk Lirası) sermaye ile kurulmuştur.

4.5.2016 tarihinde şirket sermayesi tamamı nakden olmak üzere 10.000.-TL'den 50.000.-TL'na çıkarılmıştır. Aynı tarihte şirkette nevi değişikliği yapılarak Anonim Şirketine dönüştürülmüştür. 5.4.2018 tarihinde şirketin merkezi Kahramanmaraş'tan Ankara'ya nakil olmuştur.

Güneş elektrik santrallerinin yapım ve üretimlerinin artmaya başlaması ile birlikte şirket avantajlı olduğunu düşündüğü bölgelerde santral yatırımları hazırlığına başlamış ve 2018 yılında bünyesine Ankara bölgesinden 11.434,56 kWp gücünde güneş elektrik santrali satın almıştır.

11.1.2019 tarihinde Şirketin unvanı "Esenboğa Elektrik Üretim Anonim Şirketi" olarak değiştirilerek tescil edilmiştir.

20.12.2019 tarihinde Şirketin sermayesi 50.000.-TL'den nakdi sermaye artırımı yapılmak suretiyle 40.000.000 TL'na çıkartılarak 25.12.2019 tarihinde ticaret sicil gazetesinde ilan edilmiştir.

Şirket paylarının mevcut durum itibarıyla sahibi Naturel Enerji'dir Naturel Enerji, payları Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup, payların %63,64'ü Yusuf Şenel'e ait, %36,36'sı ise halka açıktır.

Esenboğa Elektrik, enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği (EPC) şirkettir. Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3.maddesinde "Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal eder." şeklinde belirtilmektedir. Şirket fiili olarak müşterilerine ve kendisine anahtar teslim elektrik enerjisi üretim tesisleri kurmaktadır. Bu bağlamda şirketin faaliyetleri, aşağıdaki giriş sonrasında iki ana başlık altında açıklanmıştır.

## 1. Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği (EPC)

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
- Şebeke Bağlantısı Hizmetleri

12 Mayıs 2019 tarihli yeni Lisanssız Elektrik üretim yönetmeliği ile getirilen tüketim fazlası elektriğin şebekeye satılabilmesi veya mahsuplaşma imkanı ile çok büyük oranda öz tüketim amaçlı çatı güneş tesisi kurulması beklenmektedir. Bu yönetmeliğin 5-1-c maddesi; Tüketim fazlası elektriğin şebekeye satılmasına, 5-1-ç maddesi ise; Tüketim fazlası elektriğin şebekeye satılmadan verilmesine ve ihtiyaç halinde (Güneş Sistemi elektrik üretmediği zamanlarda, örneğin yağmurlu havalarda veya geceleri) şebekeden geri alınmasına (mahsuplaşma) imkan vermiştir. Bu iki yeni düzenleme sayesinde, Çatılarda Kurulan Güneş Elektrik Santrallerinin ürettiği elektriğin tüketilemeyen kısmının da değerlendirilebilmesine imkan doğmuş ve fizibileteler daha olumlu hale dönmüştür. Esenboğa Elektrik bu alanda tecrübeli olup, bu iş kolundan önemli gelirler beklemektedir.

## 2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Yenilenebilir Enerjinin, özellikle Güneş enerjisinin zamanla çoğu geleneksel enerji kaynağının yerini alabileceğine inanan Esenboğa Elektrik, yaşanabilir çevre için güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. Şirket, 2018 ve 2019 yıllarında sahibi olduğu güneş santralleri aracılığı ile elektrik üretimi yapmıştır. Şirket, ayrıca 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 22.530,46 kWp kapasiteye sahip güneş elektrik santralleri alımı yaparak mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkarmış ve sektörde büyümeye devam etmiştir.

Şirket, sermayelerinin tamamı kendisine ait olan 29 adet alt şirketi ile toplam 33,8 kWp lisanssız üretim kapasitesine sahip Güneş Enerji Santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Bu santraller 2018 yılında üretime başlamıştır. Şirket tüm bu faaliyetlerini halen 14 adet personel ile yürütmektedir. Şirket merkezi Ankara'da bulunmakta olup, elektrik üretim santralleri Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir ve Ankara illerindedir.

Şirket, sermayesinin tamamı kendisine ait olan bağlı ortaklıklarına ait çağrı mektuplarına istinaden lisanssız olarak üretim yapmaktadır. 2 Ekim 2013 tarihinden itibaren yürürlüğe giren Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde gerçek veya tüzel kişilere, bir elektrik tüketim tesisine sahip olmak şartı ile (ev, iş yeri, ticarethane, imalat tesisi vb.) üst sınır 1 MW olmak üzere Lisanssız Elektrik Üretim Tesisleri kurmak üzere başvurularında bulunmalarının önü açılmıştır.

5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun ile Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında Güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği Elektrik Enerjisini 10 yıl süresince kwh/13,3 Usd/cent'den devlete satış hakkı sağlanmıştır. Bu yönetmelik kullanılarak Türkiye'de 2019 Haziran ayı itibarıyla yaklaşık 6300 MW Güneş Enerjisi Santrali devreye alınmış olup tamamı 10 yıl süre boyunca 13,3 dolarcent/kWh elektrik alım garantisinden faydalanmaktadır.

Esenboğa Elektrik bünyesinde bulunan 29 adet şirketin tüm Güneş Enerjisi Santralleri 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 29 adet bağlı ortaklıklarına ait lisanslar ile üretim yapmaktadır. Bu şirketler,

No	Firma Adı	Lokasyon	DC Kurulu Güç (kWp)	AC Kurulu güç (kWe)
1	YSF ENERJİ ÜRT. SAN. ve TİC. A.Ş.	Akyurt/Ankara	3.576,96	2.997,00
2	SNL ENERJİ ÜRT. SAN. ve TİC. A.Ş.	Akyurt/Ankara	3.576,96	2.997,00
3	ENERGES 1 ELEKTRİK ÜRETİM DAN. SAN. TİC. A.Ş.	Kazan/Ankara	1.036,80	990,00
4	ENERGES 9 ELEKTRİK ÜRETİM DAN. SAN. TİC. A.Ş.	Kazan/Ankara	1.036,80	990,00
5	BERRAK GES 1 ELEKTRİK ÜRETİM SAN. TİC. A.Ş.	Kazan/Ankara	1.036,80	990,00
6	MARGÜN 13 ENERJİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Kızılcahamam/Ankara	1.170,24	999,00
7	BOZOK GÜNEŞ ENERJİSİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Akmağden/Yozgat	1.166,00	980,00
8	SORGUN GÜNEŞ ENERJİSİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Akmağden/Yozgat	1.113,53	980,00
9	YOZGAT GÜNEŞ ENERJİSİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Akmağden/Yozgat	1.142,68	980,00
10	DESTİ GÜNEŞ ENERJİSİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.067,85	900,00
11	ÇAPANOĞLU GÜNEŞ ENERJİSİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.064,25	900,00
12	RAMGES ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.120,95	950,00
13	GÜL 1 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
14	GÜL 2 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
15	GÜL 3 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
16	GÜL 5 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
17	GÜL 6 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.104,83	999,00
18	GÜL 7 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.051,38	999,00
19	GÜL 8 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Nevşehir/Merkez	1.104,83	999,00
20	MAVİGES ENERJİ TEKSTİL İTH. İHR. SAN. VE TİC. LTD. ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
21	SARİGES ENERJİ İNŞAAT AKARYAKIT SAN. VE TİC. LTD. ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
22	ASED DANIŞMANLIK İNŞAAT ENERJİ ÜRETİM VE TİC. A.Ş.	Dazkırı/Afyonkarahisar	3.210,24	3000,00
23	ŞEVVAL GÜNEŞ ENERJİSİ ÜRETİM A.Ş.	Söğüt/Bilecik	1.100,44	999,00
24	SERRA GÜNEŞ ENERJİSİ ÜRETİM A.Ş.	Söğüt/Bilecik	1.046,76	999,00
25	MARGÜN ENERJİ ÜRETİM SAN. TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
26	ER2 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
27	ER3 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
28	ER4 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
29	ER5 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		

\*Bu şirketler santral şirketlerin çatı şirketleridir.

Net Satışlar (TL)	30.06.2020	%	30.06.2019	%	31.12.2019	%	31.12.2018	%
Elektrik Üretim	31.228.480	68,82	5.747.000	100,00	12.829.595	100,00	7.584.000	100,00
Enerji Müteahhitliği	14.150.753	31,18	-	-	-	-	-	-
<b>TOPLAM</b>	<b>45.379.233</b>	<b>100,00</b>	<b>5.747.000</b>	<b>100,00</b>	<b>12.829.595</b>	<b>100,00</b>	<b>7.584.000</b>	<b>100,00</b>

**Ortaklık Yapısı**

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın; Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı					
	Son Genel Kurul Toplantısı (09/07/2020)		Son Durum		08.09.2020	
	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Naturel Enerji	40.000.000	100,00	100,00	40.000.000	100,00	100,00
<b>TOPLAM</b>	<b>40.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>40.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Dolaylı Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Ortağın; Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı					
	Son Genel Kurul Toplantısı (09/07/2020)		Son Durum		08.09.2020	
	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy Hakkı (%)
Yusuf Şenel	25.456.000	63,64	63,64	25.456.000	63,64	63,64
Diğer	14.544.000	36,36	36,36	14.544.000	36,36	36,36
<b>TOPLAM</b>	<b>40.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>40.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Pay Grupları Bazında Ortaklık Yapısı					
Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Tutar (TL)	Pay	Tutar (TL)	Pay
Naturel Enerji	A	4.000.000,00	10,0%	4.000.000,00	6,25%
Naturel Enerji	B	36.000.000,00	90,0%	36.000.000,00	56,25%
Halka Açık	B	-	-	24.000.000,00	37,50%
Toplam		40.000.000,00	100,00%	64.000.000,00	100,00%

**Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin kullanım amaçlarını aşağıdaki gibi detaylandırmıştır.**

- Şirketin büyüme hedeflerinin devamı,
- Planlanan yatırımların finansmanı
- Kurumsal yapının güçlendirilmesi
- Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi
- Şirket bilinirliğinin artırılması
- Rekabet gücünün artırılması
- Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması

Esenboğa Elektrik, enerji sektöründe fırsatlar oluştuğu görüşüyle, hem bu yeni yatırım fırsatlarını değerlendirmek, hem de finansal yapısını güçlendirmek için halka arz kararı almıştır. Şirket, halka arzdan elde edilecek muhtemel fonun %35-50'sini başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da Yenilenebilir Enerji sektöründeki yeni yatırım fırsatlarına yatırım yapmak ve Yenilenebilir enerji Santrali satın alınmasında kullanılmasını planlamaktadır.



**FİNANSAL BİLGİLER**

Son 3 yıllık karşılaştırmalı ve 2020 yılı altı aylık bilançosu aşağıdaki gibidir.

<b>VARLIKLAR</b>	<b>30.06.2020</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2018</b>	<b>31.12.2017</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>43.309.879</b>	<b>21.214.102</b>	<b>1.953.626</b>	<b>35.570</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.704.891	16.689.156	46.353	4.971
Ticari Alacaklar	10.444.300	3.642.744	727.947	-
Diğer Alacaklar	3.276	8.129	590.173	29.649
Stoklar	269.822	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	4.969	91.181	60.628	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	835	3.965	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	24.881.785	778.926	528.525	949
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>462.768.344</b>	<b>382.704.778</b>	<b>108.428.259</b>	<b>2.454</b>
Diğer Alacaklar	1.627	226.281	50.000	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.465.000	1.425.000	1.425.000	-
Maddi Duran Varlıklar	461.133.277	380.874.427	105.152.077	2.454
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	168.440	173.237	79.243	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	5.832	1.721.720	0
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>506.078.223</b>	<b>403.918.880</b>	<b>110.381.885</b>	<b>38.023</b>
<b>KAYNAKLAR</b>				
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>65.190.828</b>	<b>114.992.546</b>	<b>34.095.099</b>	<b>576</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	88	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	39.213.384	27.854.079	15.834.337	-
Ticari Borçlar	2.183.754	75.182.263	17.621.828	186
Diğer Borçlar	16.324.914	11.423.008	630.405	-
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	264.996	128.832	1.942	-
Ertelenmiş Gelirler	6.431.668	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	43.825	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	728.288	404.275	6.587	390
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>216.490.117</b>	<b>145.080.011</b>	<b>44.804.701</b>	<b>-</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	157.449.087	101.709.611	33.693.793	-
Diğer Borçlar	-	-	457	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	70.340	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	58.970.690	43.370.400	11.110.452	-
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>	<b>224.397.277</b>	<b>143.846.323</b>	<b>31.482.084</b>	<b>37.448</b>
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	50.000	50.000
Birleşme Etkisi	17.518.803	17.518.803	17.547.633	-
Birlikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	73.204.192	12.426.215	12.959.027	-
Diğer Kazanç/Kayıplar	6.057.800	-	-	-
Geçmiş Yıllar Karı/Zararı (-)	70.472.389	1.458.237	-12.552	-9.585
Net Dönem Karı/Zararı (-)	17.144.093	72.443.069	937.975	-2.967
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>506.078.223</b>	<b>403.918.880</b>	<b>110.381.885</b>	<b>38.023</b>

Şirket'in karşılaştırmalı özet gelir tablosu ise aşağıdaki gibidir.

Gelir Tablosu (TL)	30.06.2020	30.06.2019	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Hasılat	45.379.233	5.747.027	12.829.595	7.584.000	-
Satışların Maliyeti (-)	-7.948.753	-6.260.657	-11.201.435	-2.949.259	-
<b>Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar</b>	<b>37.430.480</b>	<b>-513.630</b>	<b>1.628.160</b>	<b>4.634.741</b>	-
Genel Yönetim Giderleri (-)	-934.480	-155.980	-491.773	-117.591	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	519.344	30.474	51.307	1.272.675	-2.967
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-72.470	-14.027	-104.397	-7.088	-
<b>Esas Faaliyet Karı/Zararı (-)</b>	<b>36.942.874</b>	<b>-653.163</b>	<b>1.083.297</b>	<b>5.782.737</b>	<b>-2.967</b>
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.011.986	-	80.838.587	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-15.193	-	-	-	-
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı (-)</b>	<b>47.939.667</b>	<b>-653.163</b>	<b>81.921.884</b>	<b>5.782.737</b>	<b>-2.967</b>
Finansman Gelirleri	321.689	536.501	782.701	4.186.523	-
Finansman Giderleri (-)	-32.659.650	-8.858.081	-12.663.224	-8.070.963	-
<b>Vergi Öncesi Kar/Zararı (-)</b>	<b>15.601.706</b>	<b>-8.974.743</b>	<b>70.041.361</b>	<b>1.898.297</b>	<b>-2.967</b>
<b>Vergi Gelir / Gideri (-)</b>	<b>1.542.387</b>	<b>-176.495</b>	<b>2.401.708</b>	<b>-960.322</b>	-
<b>Dönem Karı/Zararı (-)</b>	<b>17.144.093</b>	<b>-9.151.238</b>	<b>72.443.069</b>	<b>937.975</b>	<b>-2.967</b>
<b>Pay Başına Kazanç/Kayıp</b>	<b>0,43</b>	<b>-183,02</b>	<b>1,81</b>	<b>18,76</b>	<b>-0,60</b>
<b>KARLILIK ORANLARI (%)</b>					
Brüt Kar Marjı	82%	-9%	13%	61%	-
Faaliyet Kar Marjı	81%	-11%	8%	76%	-
Net Kar Marjı	38%	-159%	565%	12%	-

## DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Değerleme çalışmasında Esenboğa Elektrik'in bağımsız denetimden geçmiş 30.06.2020, 31.12.2019, ve 30.06.2019 tarihli bilanço ve gelir tabloları kullanılmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler, değerlendirme çalışmasında şirketin yapısına uygun olarak uluslararası değerlendirme standartlarında yer alan Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi) ve Maliyet (Net Aktif Değer) Yaklaşımı Analiz yöntemlerini kullanmıştır. Esenboğa Elektrik'in özellikle taahhüt faaliyetleri gelirlerinin makroekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretmesi nedeniyle geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılmadığı ve izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığından bu raporda da geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş ve indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

**a) Pazar Yaklaşımı (Çarpan Analizi Yöntemi):** Metro Yatırım Menkul Değerler çarpan analiziyle değerlendirme çalışmasında çarpan analizi metodu için yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiştir. Bu bağlamda "BİST Yıldız Pazar Grup-2" şirketleri ile "Yurtiçi Benzer Şirketler", "BİST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü ve "Yurtdışı Benzer Şirketler" çarpan analizi yöntemi ile yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılmıştır. Bu analiz yönteminde;

- 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 Rasyolar için yukarıda belirtilen gruplara ait şirketlerin 7.9.2020 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı yönteminde; BİST Yıldız Pazar Grup-2, Şirketin halka arz sonrası işlem göreceği Pazar olması nedeniyle, Yurtiçi benzer şirketler, BİST-İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurtdışı benzer şirketler ise Esenboğa Elektrik'in faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şirket Verileri			
Net Kar*	Özkaynaklar**	FAVÖK*	Net Borç**
17.899.813	224.397.277	42.350.810***	188.957.580

\*30.06.2019-30.06.2020 yıllıklandırılmıştır. Ancak Net Kar kaleminde 2019 yılında 80.838.587 TL'lik sabit kıymet değerlendirme farkı geliri bir defaya mahsus değerlendirme farkından kaynaklanan bir gelir olduğundan değerlemede muhafazakarlık adına değerlendirme harici tutulmuştur. Bu kalem zaten FAVÖK karına dahil olmamaktadır.

\*\* 30.06.2020

\*\*\* FAVÖK hesaplamasında; esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemleri arızı olduğundan hesaplamaya dahil edilmemiştir.

#### - BİST Yıldız Pazar Grup-2

7.9..2020 tarihi itibarıyla ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem olmaması adına değerlendirme çalışmasında kullanılan Yurtiçi benzer şirketler ve İnşaat&Bayındırlık şirketleri hariç tutularak hesaplanmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,92	9,43	17,09
Şirket Değeri	430.842.772	210.366.386*	305.907.807
<b>Medyan Şirket Değeri</b>	<b>305.907.807</b>		

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

\*\* Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

#### - Yurtiçi Benzer Şirketler

7.9..2020 tarihi itibarıyla ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Bu şirketlerin seçiminde, Esenboğa Elektrik'e benzer şekilde enerji üretimini ağırlıklı olarak "Yenilenebilir Kaynaklar" üzerinden sağlayan şirketler olmaları dikkate alınmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K*
AKSUE	8,83	43,59	2.399,67
AYEN	2,15	16,85	
BMELK	2,14	18,75	
NATEN	2,41	36,14	9,63
ZOREN	2,17	9,48	
<b>Medyan</b>	<b>2,17</b>	<b>18,75</b>	<b>1.204,65</b>
<b>Şirket Değeri</b>	<b>486.942.091</b>	<b>605.115.013**</b>	
<b>Medyan Şirket Değeri***</b>	<b>546.028.552</b>		

\* Bu çarpanda sadece 2 şirket değer verdiği için ve medyanı aşırı uç ve yüksek bir sonuç verdiği için değerlemeye dahil edilmemiştir.

\*\* Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

\*\*\* Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.



## - BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

7.9..2020 tarihi itibariyle ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K*
ANELE	1,08	20,39	
EDIP	0,8	23,64	
ENKAI	0,85	12,17	10,24
KUYAS	2,83	-429,25	
ORGE	1,68	6,14	7,39
SANEL	5,1	-37,73	49,72
TURGG	3,89	-335,42	353,37
YAYLA	1,91	38,90	37,63
YYAPI	0,74	-61,99	
<b>Medyan</b>	<b>1,68</b>	<b>6,14</b>	<b>37,63</b>
<b>Şirket Değeri</b>	<b>376.987.423</b>	<b>71.117.421*</b>	<b>673.569.970</b>
<b>Medyan Şirket Değeri**</b>	<b>376.987.425</b>		

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

\*\* Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

## - Yabancı Benzer Şirketler

7.9..2020 tarihi itibariyle ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. 24 yabancı şirket değerlendirilmiştir. Buna göre;

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K*
Sunrun Inc	7,03	-152,95	366
Neoen S.A.	6,24	30,31	202
Azure Power Global Limited	3,05	0,11	
Innergex Renewable Energy Inc.	4,17	17,84	272
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	3,33	5,93	20,77
E.ON SE	5,46	10,01	31,83
Infigen Energy Limited	1,5	9,7	213
Vivint Solar Inc.	24,7	-38,62	
TerraForm Power Inc.	2,32	19,59	
Pattern Energy Group Inc.	1,61	-0,04	
Solaria Energia y Medio Ambiente, S.A.	10,08	69,04	78,62
Solarpack Corporaction Tecnologica, S.A.	3,26	16,70	27,94
Canadian Solar CSIQ	1,31	10,81	7,88
Enphase Energy ENPH	26,22	88,26	60,17
Envision Solar International EVSI	19,84	-24,14	
First Solar FSLR	1,46	27,91	77,48
JinkoSolar Holding JKS	0,72	1,50	7,45
Sunova Energy International NOVA	3,06	88,89	
SolarEdge Technologies SEDG	10,55	39,07	57,92
RaneSola Ltd SOL	0,97	-152,00	6,54
SPI Energy SPI		-9,90	
SunPower Corporation SPWR	64,74	20,47	401
Sunworks SUNW	1,33	-0,83	
VivoPower International VVPR	2,75	-13,31	
<b>Medyan</b>	<b>3,26</b>	<b>9,86</b>	<b>60,17</b>
<b>Şirket Değeri</b>	<b>731.535.123</b>	<b>228.409.654*</b>	<b>1.077.031.758</b>
<b>Medyan Şirket Değeri**</b>	<b>731.535.123**</b>		

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

\*\* Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

Esenboğa Elektrik için yukarıda hesaplanan değerlerin sonuçları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Buna göre Çarpan Analizi yöntemine göre tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalaması ile hesaplama yapıldığında 490.114.727 TL'lik piyasa değerine ulaşılmaktadır.

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
BİST Yıldız Pazar Grup-2	305.907.807
Yurtiçi Benzer Şirketler	546.028.552
BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	376.987.425
Yurtdışı Benzer Şirketler	731.535.123
<b>Ortalama Şirket Değeri</b>	<b>490.114.727</b>

#### b) "Net Varlık Değeri" Yöntemi

Birden fazla yöntem kullanmak suretiyle değerlemenin güvenilirliğinin artırılması, son dönemde piyasalarda yaşanan yükseliş neticesinde yükselen piyasa çarpanlarının değerlemeye pozitif etkisini elimine etmek anlamında değerlendirme çalışmasına bu yöntemin getirdiği sonucun belirli bir oranda dahil edilmesi öngörülmüştür.

30.06.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetim'den geçmiş Özkaynak rakamı 224.397.277 TL'dir. Net Varlık Değeri olarak bu rakamın alınması uygun görülmüştür.

#### - SONUÇ

Esenboğa Elektrik için yapılan değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değeri 423.685.364 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin mevcut çıkarılmış sermayesi olan 40.000.000 TL'ye göre birim pay değeri 10,59 TL'ye denk gelmektedir.

Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %19,75 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değer (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	490.114.727	
Net Varlık Değeri Yöntemi	224.397.277	
<b>Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (Piyasa Çarpanları %75, Net Varlık Değeri %25 Ağırlık)</b>	<b>423.685.364</b>	<b>10,59</b>
İskonto Tutarı (%19,75)	83.677.859	
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>	<b>340.007.505</b>	<b>8,50</b>

## GÖRÜŞ

- Çarpan Analizi yöntemi için değerler belirlenirken Net Kar için 80.838.587 TL tutarındaki bir defaya mahsus gelirin hesaplama dışında bırakılmasını olumlu buluyoruz.
- Yapılan değerlemede "Benzer Şirket" çarpanları olarak BİST-Yıldız Pazar Grup-2, Yurtiçi Benzer Şirketler (Enerji üretimini Yenilenebilir Kaynaklardan elde edilen şirketler seçilmiş), BİST-İnşaat ve Bayındırlık sektörü ve Yurtdışı Benzer şirketlerinin seçilmesini olumlu karşılıyoruz.
- Yurtiçi Benzer Şirketler ile şirket değeri hesaplamasında Fiyat/Kazanç oranının aşırı değer vermesi nedeniyle hesaplama dışında bırakılmasını olumlu buluyoruz.
- FAVÖK için esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemlerinin hesaplama dışında bırakılmasını da olumlu karşılıyoruz.
- Piyasa Çarpanları analizi yönteminde baz alınan şirketlerin çarpan değerlerinin bazıları aşırı yüksek veya aşırı düşük değerler içermektedir. Tüm bu değerlerin hesaba katılmasıyla çarpanlara göre bulunan medyan değer de doğal olarak daha yüksek çıkmaktadır. Örneğin; **özellikle yurtdışı benzer şirketlerde Fiyat/Kazanç oranları sütununda** 401, 366, 272, 202 gibi değerler yanında 6.54, 7.45 gibi değerler de yer almaktadır. Bu aşırı yüksek değerlerin değerlemeye tabi tutulmaması durumunda medyan değer daha aşağıda bir seviyede çıkabilecek, böylece daha düşük bir şirket değerine ulaşılabilecektir. Bu yüksek değerler çıkarıldığında "Yurtdışı Benzer Şirketler" ile Fiyat/Kazanç çarpanı ile şirket değeri 1.077.031.758 TL yerine 569.751.048 TL olarak hesaplanmaktadır. Bu durumda ise Çarpan Analizi" yöntemine göre Şirket piyasa değeri 490.114.727 TL yerine 449.668.708 TL olacaktır. Bu yoldan gidilirse şirketin piyasa değeri de 423.685.364 TL yerine 393.350.850 TL, %19.75 iskonto sonrası ise iskontolu şirket değeri 340.007.505 TL yerine 315.664.057 TL olmaktadır. Bu durumda halka arz fiyatı da 8,50 TL yerine 7,89 TL olarak hesaplanmaktadır.
- Taahhüt faaliyetleri gelirlerinin makroekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretmesi nedeniyle geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılmadığı ve izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığından değerlemede indirgenmiş nakit akım analizine yer verilmemesine rağmen geleceğe yönelik bir projeksiyon çalışması ile indirgenmiş nakit akım analizinin de değerlendirilmesine yer verilmesinin önemli olduğunu düşünüyoruz.