



NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİC. A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORU ANALİZİ

Temmuz 2019

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 Naturel Yenilenebilir Enerji Tic. A.Ş. ("Naturel Enerji veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım'ın 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	
Halka Arz Tarihi	1-2 Ağustos 2019
Halka Arz Büyüklüğü	12.000.000 TL
Halka Arz Oranı	36,36 %
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	25.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	33.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Borsa'da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış
Halka Arz Miktarı	8.000.000 TL Sermaye Artırımı 4.000.000 TL Ortak Satışı
Halka Arz Fiyatı	5,80 TL
Borsa'da İşlem Görme Tarihi / Pazarı	7/8 Ağustos 2019 (Tahmini) / Ana Pazar
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	Yoktur
Fiyat İstikrarı	Fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmamaktadır.

Şirket Bilgileri

Şirket, 2009 yılında Naturel-I Enerji ve Makine Sanayi Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuştur. 2016 yılında Anonim Şirket olmuş ve ismini Naturel I Enerji Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirmiştir. 31.01.2019 tarihli genel kurul kararı ile Şirket'in yeni unvanı Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. olmuştur.

Naturel Enerji, enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapan EPC şirkettir. Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmenin 3.maddesinde "Şirket, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmek amacıyla elektrik üretim santralleri kurulması, kurulan santrallerin işletilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ticareti ile iştigal eder" şeklinde belirtilmektedir. Şirket fiili olarak müşterilerine anahtar teslim güneş ve rüzgar enerji santralleri kurmakla birlikte sermayesinin tamamına sahip olduğu şirketler aracılığıyla kendi kullanımı için de enerji santralleri kurmaktadır. Şirket'in sunduğu hizmetler aşağıdaki gibidir;

- Yer Seçimi Hizmetleri
- Lisans Alım Hizmetleri
- Proje Geliştirme ve Mühendislik Hizmetleri
- Arazi Edinim 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

Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 100.000.000 TL olup, çıkarılmış sermayesi 25.000.000 TL'dir.

Ortaklık Yapısı

	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutar (TL)	%	Tutar (TL)	%
Yusuf Şenel	25.000.000	100,00	21.000.000	63,64
Halka Açık	-	-	12.000.000	36,36
TOPLAM	25.000.000	100,00	33.000.000	100,00

Grubu	Nama/ Hamiline Olduğu	Bir Payın Nominal Değeri (TL)	Halka Arz Edilen Paylar Toplam (TL)	Mevcut Sermayeye Oranı	Halka Arz Sonrası Sermayeye Oranı
B	Hamiline	1,00	8.000.000 (Sermaye Artırımı)	32,00%	24,24%
B	Hamiline	1,00	4.000.000 (Ortak Satışı)	16,00%	12,12%
TOPLAM:				48,00%	*36,36%

*Halka arz edilen 12.000.000 TL nominal değerli payların halka arz sonrası çıkarılmış sermaye olan 33.000.000 TL'ye oranıdır.

Şirket'in kurulduğu 2009 yılı ile 2015 yılı arasındaki dönemde müşterileri adına enerji projeleri hazırlayan şirket, zaman içerisinde enerji projelerinin müteahhitliğini de yapar konuma gelmiştir. Şirket, bu dönemde 721,9 MW RES projesi de hazırlamıştır. Şirket 2016-2018 yılları arasında kendi adına üretim yapmak üzere 21,7 MW Güneş Enerji santrali yapmıştır. Aynı dönemde müşterileri adına da yaklaşık 18,3 MW GES yapımını tamamlamıştır. Şirket, elektrik üretim ve satış gelirlerinin %100'ünü Ankara'nın ilçelerinde gerçekleştirmektedir. Elektrik santral inşaatları kapsamında yapılan müteahhitlik hizmetlerinde ağırlıklı olarak İç Anadolu Bölgesi'nde santral inşaatlarını tamamlamıştır. Şirket 2016-2018 yılları arasında Karadeniz Bölgesi'nde 7,4 MW, İç Anadolu Bölgesi'nde 30,5 MW, Güney Doğu Anadolu Bölgesi'nde 2 MW Güneş Enerji Santrali'nin yapımını tamamlamıştır.

Naturel Enerji bugüne kadar yurtiçinde kendi için projelendirip yapımını gerçekleştirdiği 21,7 MW dahil olmak üzere toplam 40 MW kadar Güneş Enerji Santrali'ni projelendirerek yapımını ya da sadece projesini gerçekleştirmiş ve santrallerin kurulumunu tamamlayarak üretime almıştır. Ayrıca, Enerji Nakil Hattı tesislerinin projelendirilmesi, Trafo Merkezi, Şalt Sahası, Dağıtım Merkezi projelendirme ve yapımını üstlenmiştir.

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 Santralleri ile elektrik üretip satmaktadır. Bu santraller 2017 yılında üretime başlamıştır. Şirket merkezi Ankara'da bulunmaktadır.

Şirket, halka arz gelirinin kullanımına yönelik planlarını aşağıdaki tablodaki gibi açıklamıştır.

Fon Kullanım Yeri	Halka Arz Gelirine Oranı
Kısa Vadeli Borçlanmalar ve Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımlarının Kapatılması	25%
Enerji Sektöründeki Yeni Yatırım Fırsatlarının Değerlendirilmesi	75%

SANTRAL BİLGİLERİ

Şirketi sermayesinin tamamı kendisine ait olan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ve Angora Elektrik Üretim A.Ş.'nin altında bulunan 13 adet bağlı ortaklıklarına ait lisanslar ile üretim yapmaktadır. Bu şirketler;

ANGORA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş. ALTINDA BULUNAN SANTRAL BİLGİLERİ			
FİRMA ADI	ADRES	Kurulu Güç kwp	Üretim Gücü kwe
Agah Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Karacalar Köyü	3.129,84	2.664
Saf Akçe Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Karacalar Köyü	3.576,96	2.997
Ulus Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Karacalar Köyü	3.576,96	2.997
TOPLAM:		10.283,76	8.658

ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş. ALTINDA BULUNAN SANTRAL BİLGİLERİ			
FİRMA ADI	ADRES	Kurulu Güç kwp	Üretim Gücü kwe
Ysf Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Yeşiltepe Mah.	3.576,96	2.997
Snl Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Yeşiltepe Mah.	3.576,96	2.997
Margün 13 Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kızılcahamam İlçesi Pazar Mah.	1.170,24	999
Energes 1 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990
Energes 9 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990
Berrak Ges 1 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990
TOPLAM:		11.434,56	9.963

SATIŞLARIN DAĞILIMI VE FAALİYET SONUÇLARI

Satışlar (TL)	31.03.2019	%	31.03.2018	%	31.12.2018	%	31.03.2017	%	31.03.2016	%
Elektrik Üretim	3.847.031	16,4	121.239	1,56	14.074.371	67,98	1.590.279	2,55		0
Enerji Müteahhitliği	19.584.018	83,6	7.645.363	98,44	6.629.268	32,02	60.708.271	97,5	11.380.567	100
TOPLAM	23.431.049	100	7.766.602	100	20.703.639	100	62.298.550	100	11.380.567	100

Kaynak: Naturel Enerji İzahnamesi

Şirket'in FAVÖK tutarları ve marjları yıllar itibariyle sırasıyla aşağıdaki tablodaki gibi olmuştur.

Yıllar	FAVÖK(TL)	FAVÖK MARJİ (%)
2016	736.282	6,47
2017	5.623.321	9,03
2018	9.254.013	44,70
2019/3 Aylık	17.151.000	73,20

Kaynak: Naturel Enerji İzahnamesi

2017 yılında Şirket'in cirosu 2016 yılına göre yaklaşık %450 artışla 62,2 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Bu artışta müteahhitlik gelirlerindeki artış etkili olmuştur. 2018 yılında ise ciro 20,7 milyon TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2018 yılında müteahhitlik geliri önceki yılın gerisinde kalsa da, Şirket'in 2018 yılı Mayıs ayından itibaren faaliyete geçirdiği elektrik üretim faaliyeti gelirleri ciroya pozitif katkı yapmıştır. Bu sayede elektrik üretim faaliyetine bağlı gelirlerin cirodaki payı 217 yılında %2,55 seviyesindeyken 2018 yılında %67,98 seviyesine yükselmiştir. 2019 yılı ilk çeyrekte ise Şirket 23,4 milyon TL ciro ile önceki yılın aynı dönemine göre cirosunu %200 oranında artırmıştır. 2019 ilk çeyrek itibariyle müteahhitlik gelirinin cirodaki payı %84, elektrik üretiminin payı %16 seviyesinde gerçekleşmiştir.

Şirket'in brüt kar marjı 2016 yılında %20, 2017 yılında %15, 2018 yılında %63 ve 2019/3 aylık dönemde %78 olup bir yükseliş söz konusudur. Kar marjlarındaki yükselişte, Şirket'in 2018 yılında faaliyete geçirdiği güneş enerjisi üretim ve satış faaliyetlerinin etkisi olmuştur.

Şirket'in net kar marjı 2017 yılında %6, 2018 yılında %41 ve 2019/3 aylık dönemde %6 olmuştur. 2019 yılında net kar marjındaki gerilemede kur farkı gideri ile finansman giderleri etkili olmuştur.

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Bu raporda Naturel Enerji San. ve Tic. A.Ş.'nin Metro Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanmış 10 Temmuz 2019 tarihli fiyat tespit raporu incelemesi yapılmıştır. Metro Yatırım fiyat tespit çalışmasında sadece Çarpan Analizi yöntemini kullanmıştır. Naturel Enerji'nin gelirlerinin makroekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretmesi nedeniyle geleceğe yönelik faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılmadığı ve izahname kapsamında yatırımcılar ile paylaşılmadığından fiyat tespit raporunda da geleceğe yönelik tahminlere yer verilmemiş ve indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik bir değerlendirme çalışması yapılmamıştır.

- Çarpan Analizi Yöntemi (Pazar Yaklaşımı):

Pazar yaklaşımı yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında

- 1- Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD)
- 2- Fiyat/Kazanç (F/K)
- 3- Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK)

oranları değerlendirilmiştir.

Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda;

- BİST- Ana Pazar
- BİST - Enerji Sektörü
- BİST - İnşaat-Bayındırlık Sektörü
- Yurtdışı Benzer Şirketlerin

8/7/2019 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır. Ana Pazar çarpanları için örnek sayısı fazla olduğundan medyan değeri, diğer sektörler için az veri olduğundan aritmetik ortalama kullanılmış, bu ortalama alınırken PD/DD için 10, F/K ve FD/FAVÖK için de 40 üzeri ve negatif sonuç veren değerler aşırı uç kabul edilip ortalamalara dahil edilmemiştir.

Şirket Verileri (TL)			
Net Kar*	Özkaynaklar**	FAVÖK*	Net Borç***
11.265.927	110.060.379	26.068.900	126.449.861

* 31/03/2019-31/03/2018 yıllıklandırılmış

** 31/03/2019

*** FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler kalemi arazi olduğundan hesaplamaya dahil edilmemiştir.

1- BİST - Ana Pazar

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,17	6,06	8,97
Şirket Değeri	128.770.643	31545838*	101.055.367
Ortalama Şirket Değeri	87.123.949		

* Şirket değeri hesaplamasında net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

***Sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

2- BİST – Enerji Sektörü

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
AKENR*	1,78	14,83	-
AKSEN*	0,80	4,09	23,03
AKSUE	6,93	64,64	-
AYEN	0,87	10,34	-
BMELK	0,99	17,90	-
ENJSA*	1,13	3,40	8,63
ODAS*	0,47	27,67	-
ZOREN*	1,13	7,03	53,12
Ortalama	2,93	14,12	-
Şirket Değeri	322.476.910	241.666.132**	
Ortalama Şirket Değeri***	282.071.521		

* AKENR, AKSEN, ENJSA, ODAS ve ZOREN Yıldız Pazar'da işlem gördüklerinden değerlemede kullanılmamıştır.

**Şirket değeri hesaplamasında net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

*** Sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

3- BİST – İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ANELE*	0,39	35,89	24,95
EDIP	0,20	12,96	2,36
ENKAI*	0,80	7,24	14,87
KUYAS	0,74	-	-
ORGE	1,14	3,35	3,15
SANEL	2,82	-	-
TURGG	1,22	-	-
YAYLA	0,64	57,65	-
YYAPI	0,18	3,96	24,44
Ortalama	0,99	6,76	9,98
Şirket Değeri	109.117.004	49.723.008**	112.471.506
Ortalama Şirket Değeri***	90.437.173		

* ANELE ve ENKAI Yıldız Pazar'da işlem gördüklerinden değerlemede kullanılmamıştır.

**Şirket değeri hesaplamasında net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

*** Sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

4- Yurtdışı Benzer Şirketler

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Sunrun Inc.	2,46	89,84	-
Neoen S.A.	2,62	16,97	103,96
Azure Power Global Limited	1,73	-	-
Innergex Renewable Energy Inc.	4,09	17,33	71,49
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	2,07	7,72	17,85
EON SE	3,41	-	6,37
Infigen Energy Limited	0,79	6,64	11,07
Vivint Solar Inc.	3,67	-	-
TerraForm Power Inc.	1,52	16,92	-
Pattern Energy Group Inc.	2,40	17,75	-
Solaria Energia Medio Ambiente S.A.	3,63	25,89	28,10
Solarpack Corporation Tecnologica S.A.	2,46	32,84	107,48
Ortalama	2,57	17,76	15,85
Şirket Değeri	282.946.890	336.468.623*	178.536.781
Ortalama Şirket Değeri**		265.984.098**	

*Şirket değeri hesaplamasında net borçluluk durumu hesaplamaya dahil edilmiştir.

**Sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

SONUÇ

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değeri (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

Sonuç olarak şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine 20% oranında halka arz iskontosu uygulanarak 5,80 TL olarak belirlenmiştir.

GÖRÜŞ

- Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Naturel Enerji hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için kullanılan Pazar Yaklaşımı yönteminin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Değerlemede FD/FAVÖK, PD/DD, F/K çarpanlarının kullanılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- Ana Pazar çarpanları ortalaması için yeterli sayıda örnek bulunduğundan medyan kullanılmasını, diğer sektör ve Şirketlerin ortalaması alınırken az veri olduğu için aritmetik ortalama kullanılmasını makul buluyoruz. Aritmetik ortalama alınırken, aşırı uç alınıp bunların ortalamalara dahil edilmemesinin makul olduğunu düşünüyoruz.
- Değerlemede aşırı uçlarda bulunan rasyoların değerlendirilmesinde bırakılmasını olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çarpan analizi ile değerlendirme yöntemi hesaplamasında Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerin değerlendirilmesinde dışarıda bırakılmasının makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirketin yıllar itibariyle satış gelirlerini incelediğimizde operasyonel performansının genel olarak enerji müteahhitiği ağırlıklı olarak gerçekleştiği gözleniyor. Bu açıdan daha rasyonel bir değerlendirme çalışması adına çarpan analizi ile yapılan değerlendirilmede her sektör için eşit ağırlıklandırma yapmak yerine BİST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörüne, BİST-Enerji sektörüne göre daha fazla ağırlık verilmesi de uygun olabilirdi. Örneğin her sektöre %25 eşit ağırlık yerine BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörüne %40 ağırlık verilip diğerlerine oranlar eşit dağıtılmış olsaydı ortalama şirket değeri 163.210.783 TL ve bu bağlamda iskontolu birim pay değeri de 5,22 olacaktı.
- Kullanılan değerlendirme yöntemi sonunda eşit ağırlıklandırılmış olarak hesaplanan birim halka arz fiyatı 7,26 TL olarak hesaplanmış, bulunan birim pay değerine % 20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak, halka arz fiyatı 5,80 TL olarak belirlenmiştir. Uygulanan halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in müteahhitlik ve elektrik satışı faaliyetlerinden gelecek yıllarda elde edebileceği gelirlerle oluşturulabilecek bir çalışmayla indirgenmiş nakit akımı yöntemiyle bir değerlendirme çalışmasının da yapılabilir olduğunu düşünüyoruz.