



**Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



01 Ağustos 2019

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Ortaklık Yapısı	3
4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI	4
5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	4
5.1.1. BİST – Ana Pazar	4
5.1.2. BİST Enerji Sektörü	4
5.1.3. BİST- İnşaat - Bayındırlık Sektörü	5
5.1.4. Yurt Dışı Benzer Şirketler	5
5.1.5. Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre Şirket Değeri	5
5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	5
5.3. Maliyet Yaklaşımı	5
6. SONUÇ	6
7. GÖRÜŞ	6

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Meksa Yatırım”) tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin (“Metro Yatırım”) tek yetkili aracı kurum olduğu Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (kısaca “İhraççı”, “Naturel Enerji” ya da “Şirket”) paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Ortak Satışı ve Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi:	Borsa Birincil Piyasasında Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Çıkarılmış Sermaye :	25.000.000-TL
Halka Arz Tarihleri:	01-02 Mayıs 2019
Halka Arz Toplamı (Nominal):	12.000.000-TL (Ortak Satışı :4.000.000-TL, Sermaye Artırımı:8.000.000-TL)
Halka Arz Fiyatı:	5,80-TL
Halka Arz Büyüklüğü:	69.600.000 TL
Halka Açıklık oranı:	%36,36

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu ve Sermaye Piyasası Aracı Notu

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret Anonim Şirketi (“Naturel Enerji” veya “Şirket”) 2009 yılında Naturel – 1 Enerji ve Makine Sanayi Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuş; 2016 yılında anonim şirkete dönüşmüş ve unvanını Naturel – 1 Enerji Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirilmiştir. 31.01.2019 tarihli Genel Kurul Kararı ile Şirket’in yeni unvanı Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. olmuştur. Şirket, merkezi Ankara’da olan; enerji sektöründe faaliyet gösteren, “Yenilenebilir Enerji” ve özellikle “Rüzgâr Enerjisi” ve “Güneş Enerjisi” olan mühendislik ve taahhüt firmasıdır. Şirket’in 21.7 MWp kurulu Güneş Enerjisi Santrali gücü bulunmaktadır. Şirket’in 31.03.2019 itibarıyla tamamı enerji üretimi alanında faaliyet gösteren 13 bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

3.1. Ortaklık Yapısı

Şirket’in 31.03.2019 itibarıyla 25.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesi rapor tarihi olan 10.07.2019 tarihi itibarıyla değişmemiş olup, Şirket’in güncel dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Oy Hakkı (%)
Yusuf ŞENEL	3.000.000	12	67,16	3.000.000	9,09	60
	22.000.000	88	32,84	18.000.000	54,55	24
Halka Açık	--	--	--	12.000.000	36,36	16
TOPLAM	25.000.000	100	100	33.000.000	100	100

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

4. HALKA ARZDAN SAĞLANACAK FONUN KULLANIMI

Halka Arzdan sağlanacak fonun kullanımı ile ilgili olarak Şirket'in 10.07.2019 tarih ve 2019/31 sayılı yönetim kurulu kararı bulunmaktadır. İzahname'de belirtildiği üzere Şirket'in net halka arz gelirinin 45.144.536-TL olarak gerçekleşmesi beklenmektedir.

BRÜT HALKA ARZ GELİRİ	46.400.000	
NET HALKA ARZ GELİRİ	45.144.536	
NET HALKA ARZ GELİRİNİN KULLANIM YERLERİ	Tutar(TL)	Oran
Kısa Vadeli Finansal Borçların Kapatılması	11.286.134	25%
Enerji Yatırımları	33.858.402	75%
TOPLAM	45.144.536	%100

Kaynak: Naturel Enerji İzahnamesi

5. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Pazar Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı ve Maliyet Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir.

5.1. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirket faaliyetleri bakımından BİST-Ana Pazar, BİST-Enerji Sektörü, BİST-İnşaat - Bayındırlık Sektörü ve Yurt Dışı Benzer Şirketlerin çarpanları değerlendirilmiştir. Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde 10.07.2019 tarihi itibarıyla hesaplanan oranlar kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- PD/DD – Piyasa Değeri / Defter Değeri,
- F/K – Fiyat / Kazanç,
- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr oranlarına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri*	Net Kar	Özkaynaklar	Favök	Net Finansal Borçluluk
31.03.2018 – 31.03.2019	11.265.927	110.060.379	26.068.900	126.449.861

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

*Veriler yıllıklandırılmıştır.

5.1.1. BİST – Ana Pazar

BİST Ana Pazar Çarpan Analizi			
Tarih	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
10.07.2019	1,17x	6,06x	8,97x

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

5.1.2. BİST Enerji Sektörü

BİST Enerji Sektörü Çarpan Analizi			
Tarih	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
10.07.2019	2,93x	14,12x	--

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

5.1.3. BİST- İnşaat - Bayındırlık Sektörü

BİST İnşaat - Bayındırlık Sektörü Çarpan Analizi			
Tarih	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
10.07.2019	0,99x	6,76x	9,98x

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

5.1.4. Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi			
Tarih	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
10.07.2019	2,57x	17,76x	15,85x

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

5.1.5. Pazar Yaklaşımı Yöntemine Göre Şirket Değeri

Metro Yatırım tarafından hazırlanan değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında Bist Ana Pazar için medyan kullanılmış olup, diğer sektör ve pazarlar için aritmetik ortalama kullanılmıştır. Bu doğrultuda hesaplanan şirket değeri aşağıdaki gibidir.

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)		
	PD/DD	FD/FAVÖK*	F/K
BİST Ana Pazar	128.770.643	31.545.835	101.055.367
BİST Enerji Sektörü	322.476.910	241.666.132	--
BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	109.117.004	49.723.008	112.471.506
Yurt Dışı Benzer Şirketler	282.946.890	336.468.623	178.536.781
Nihai Şirket Değeri (%25-25-25-25 Ağırlık)	181.404.185		
Birim Pay Değeri	7,26		

* Piyasa değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplamaaya dahil edilmiştir.

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

Oran Analizi yöntemiyle, 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.

5.2. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda projeksiyonların yatırımcılar ile paylaşılmamış olması nedeniyle İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine yönelik bir değerleme çalışması yapılmamıştır.

5.3. Maliyet Yaklaşımı

Maliyet Yaklaşımı, Uluslararası Değerleme Standartları 105. Değerleme Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2 ve 70.3 no'lu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde uygulanamamaktadır.

6. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	181.404.185	7,62
Ortalama Şirket Değeri=	181.404.185	7,62
İskonto %20=	36.280.837	
İskontolu Şirket Değeri=	145.123.348	5.80

Kaynak: Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu

Naturel Enerji'nin Şirket Değeri Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile 181.404.185-TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 25.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 7,62 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %20 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 5,80 TL olarak belirlenmiştir.

7. GÖRÜŞ

- Naturel Enerji için Metro Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- Şirket'in elde etmeyi öngördüğü gelirlerini nakit akış projeksiyonları ile paylaşarak, İndirgenmiş Nakit Akımları analizinin de çalışmada yer alması gerektiği görüşünderiz.
- Çarpan analizinde kullanılan sektör ve pazarların makul olduğu görüşünderiz
- BİST Ana Pazar'da işlem gören Şirketler faaliyetleri bakımından oldukça çeşitlilik göstermektedir. Bu doğrultuda mali sektör şirketleri çarpanlarının hesaplamaya dahil edilmemesinin makul olduğu görüşünderiz.

Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan birim pay değerine %20 iskonto uygulanarak bulunan 5,80-TL halka arz fiyatını, yukarıda belirtilen görüşlerimiz doğrultusunda makul olduğunu düşünüyoruz.