

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİMİ A.Ş. (Esenboğa Elektrik) halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Metro Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Şirket Hakkında Bilgi

Esenboğa Elektrik; enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterilerine ve kendisi adına Yenilenebilir Elektrik Enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan Yenilenebilir Enerji Müteahhittliği (EPC) şirkettir.

Şirket paylarının tamamına sahip olan Naturel Enerji ("NATEN") sahip olduğu payları bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağına, Şirket ise 1 yıl bedelli sermaye artırımını yapmayacağına ilişkin taahhüt vermiştir

Şirketin faaliyet konusu esas sözleşmenin 3.maddesinde "Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alması, 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.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİMİ A.Ş.
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	En İyi Gayret
Halka Arz Öncesi Sermaye	40.000.000
Halka Arz Sonrası Sermaye	64.000.000
Halka Açıklık Oranı	37,50%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	Sermaye Artırımı: 24.000.000
Halka Arz Fiyatı	8,50
Halka Arz Büyüklüğü	204.000.000 Milyon TL
Halka Arz Tarihi	1-2 Ekim
BİST İşlem Kodu	ESEN.HE

Şirketin Faaliyetleri

1) Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği EPC (Taahhüt)

Şirketin bu kapsamda müşterilerine sunduğu hizmetler aşağıdaki gibidir.

- Yer Seçimi Hizmetleri,
- Lisans Alım Hizmetleri,
- Proje Geliştirme ve Mühendislik Hizmetleri,
- Arazi Edinimi Hizmetleri,
- Meteorolojik Ölçüm Hizmetleri,
- Santral Bileşenleri Temini,
- Anahtar Teslimi Yenilenebilir Enerjisi Santrali Kurulum (EPC) Hizmetleri,
- İletim ve Dağıtım Şebekeleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri,
- Şebeke Bağlantısı Hizmetleri.

2) Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Esenboğa Elektrik, güneş enerjisi alanında yatırımlar yapmakta olup, 2018 yılında bünyesine kattığı Ankara'daki 11.434,56 kWp GES ile elektrik üretimi ve satışı yapmaya başlamış olup, 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 22.350,46 kWp kapasiteye sahip GES 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 33.785 kWp lisanssız üretim kapasitesine sahiptir. Bu santraller 2017 ve 2018 yıllarında üretime başlamış olup, tüm faaliyetlerini 14 adet personel ile yürütmektedir. Şirket merkezi Ankara'da olup, elektrik üretim santralleri Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir ve Ankara'dadır.

GES'ler için kurulu güç kavramı DC (Doğru Akım) cinsinden ifade edilmekte olup, Esenboğa Elektrik'in GES kurulu gücü 33,8 MWp dir. Ancak doğru akım elektriğin, tüketimde kullanılamaması ve transformatörler vasıtasıyla şebekeye verilecek elektrik cinsi olan AC (Alternatif Akım) formuna dönüştürülmesinin zorunlu olması doğrultusunda, Şirketin GES santrallerinin dönüştürülmüş kullanılabilir elektrik AC çıkışı gücü toplamı ise 29,6 MWac seviyesindedir.

Finansal Tablolar

Bilanço TL	30.06.2020	31.12.2019	31.12.2018	31.12.2017
Dönen Varlıklar	43.309.879	21.214.102	1.953.626	35.570
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.704.891	16.689.156	46.353	4.971
Ticari Alacaklar	10.444.300	3.642.744	727.947	0
Diğer Alacaklar	3.276	8.129	590.173	29.649
Stoklar	269.822	0	0	0
Peşin Ödenmiş Giderler	4.969	91.181	60,628	0
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	835	3.965	0	0
Diğer Dönen Varlıklar	24.881.785	778.926	528.525	949
Duran Varlıklar	462.768.344	382.704.778	108.428.259	2.454
Diğer Alacaklar	1.627	226.281	50.000	0
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.465.000	1.425.000	1.425.000	0
Maddi Duran Varlıklar	461.133.277	380.874.427	105.152.077	2.454
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	168.440	173.237	79.243	0
Peşin Ödenmiş Giderler	0	5.832	1.721.720	0
Aktif Toplamı	506.078.223	403.918.880	110.381.885	38.023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.190.828	114.992.546	34.095.099	576
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0	88	0	0
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	39.213.384	27.854.079	15.834.337	0
Ticari Borçlar	2.183.754	75.182.263	17.621.828	186
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	264.996	128.832	1.942	0
Diğer Borçlar	16.324.914	11.423.008	630.405	0
Ertelenmiş Gelirler	6.431.668	0	0	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	43.825	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	728.288	404.275	6.587	390

Uzun Vadeli Yükümlülükler	216.490.117	145.080.011	44.804.701	0
Uzun Vadeli Borçlanmalar	157.449.087	101.709.611	33.693.793	0
Diğer Borçlar	0	0	457	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	70.340	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	58.970.690	43.370.400	11.110.452	0
Özkaynaklar	224.397.277	143.846.323	31.482.084	37.448
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	224.397.277	143.846.323	31.482.083	37.448
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	50.000	50.000
Birleşme Etkisi	17.518.803	17.518.803	17.547.633	0
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	73.204.192	12.426.215	12.959.027	0
Diğer Kazanç/Kayıplar	6.057.800	0	0	0
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	70.472.389	1.458.237	-12.552	-9.585
Net Dönem Karı / Zararı	17.144.093	72.443.069	937.975	-2.967
Toplam Kaynaklar	506.078.223	403.918.880	110.381.884	38.024

Kar veya Zarar Kısım (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	0
Satışların Maliyeti	-7.948.753	-6.260.657	-11.201.435	-2.949.259	0
Brüt Kar (Zarar)	37.430.480	-513.630	1.628.160	4.634.741	0
Genel Yönetim Giderleri	-934.48	-155.980	-491.773	-117.591	-2.967
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	519.344	30.474	51.307	1.272.675	0
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-72.470	-14.027	-104.397	-7.088	0
Esas Faaliyet Karı / Zararı	36.942.874	-653.163	1.083.297	5.782.737	-2.967
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.011.986	0	80.838.587	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-15.193	0	0	0	0
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	47.939.667	-653.163	81.921.884	5.782.737	-2.967
Finansman Gelirleri	321.689	536.501	782.701	4.186.523	0
Finansman Giderleri	-32.659.650	-8.858.081	-12.663.224	-8.070.963	0

Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	15.601.706	-8.974.743	70.041.361	1.898.297	-2.967
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	1.542.387	-176.495	2.401.708	-960.322	0
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı (Zararı)	17.144.093	-9.151.238	72.443.069	937.975	-2.967
Dönem Karı (Zararı)	17.144.093	-9.151.238	72.443.069	937.975	-2.967
Pay Başına Kazanç	0.43	-183.02	1.81	18.76	-0.60

Halka Arzdan Elde Edilecek Kaynağın Kullanımı

Sermaye artırımını ile gerçekleştirilecek halka arzda Şirket tarafından elde edilecek 204 milyon TL'lik halka arz gelirinden 2.2 milyon TL olan maliyet çıktıktan sonra şirket tarafından 201.8 milyon TL net kaynak elde edilmesi öngörülmektedir. Halka arzdan elde edilecek kaynağın Yenilenebilir Enerji sektöründeki yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilerek söz konusu yatırımların finansmanında. Yenilenebilir Enerji Santrali satın alımında ve işletme sermayesinin güçlendirilmesinde kullanılması planlanmaktadır.

Yeni Yatırım Fırsatlarının Değerlendirilmesi ve Yatırımların Finansmanı

Şirket halka arzdan sağlanacak net gelirin %30-50'sini başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avusturalya'da yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilerek yatırım yapılmasında ve Yenilenebilir Enerji Santrali satın alımında kullanılmasını planlamaktadır. Bu tutar gerektiğinde halka arzdan beklenen net gelir tutarına kadar artırılabilir.

İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi

Halka a0rzdand elde edilecek fon gelirinden geriye kalan kısmın Şirketin. yurtiçi ve yurt dışı faaliyetlerinde rekabet gücünü artırabilmek için işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Teşviki

Yoktur.

Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Genel Tespitler

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 08.09.2020 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2017, 2018 ve 2019 yılsonu dönemleri ile 30.06.2019 ve 30.06.2020 ara döneme ilişkin finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Pazar Yaklaşımı (Piyasa Çarpanları)
- Maliyet (Net Varlık Değeri) Yaklaşımı

a) Pazar Yaklaşımı

Esenboğa Elektrik'in Piyasa Çarpanları yöntemiyle piyasa değeri tespit edilirken, BİST Yıldız Pazar Grup-2'de yer alan şirketlerin, BİST İnşaat sektörü şirketlerinin, yurtiçi ve yurt dışı benzer şirketlerin 07.09.2020 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizi yönteminin tamamında Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD), Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Fiyat / Kazanç (F/K), çarpanlarının medyanı dikkate alınmıştır.

Piyasa çarpanları yönteminde kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirket Verileri (TL)	Net Kar (*)	Özkaynaklar	FAVÖK (**)	Net Borç
Yıllıklandırılmış	17.899.813	224.397.277	42.350.810	188.957.580

(*) 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.

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

BİST Yıldız Pazar Grup 2'nin 07.09.2020 tarihli çarpanları aşağıda yer almaktadır.

BİST - Yıldız Pazar - Grup 2	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,92	9,43	17,09
Şirket Değeri	430.842.772	210.366.386	305.907.807
Medyan Şirket Değeri		305.907.807	

BİST İnşaat Sektörü'nün 07.09.2020 tarihli çarpanları aşağıda yer almaktadır.

BİST - İnşaat Sektörü	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ANELE	1,08	20,39	-
EDIP	0,80	23,64	-
ENKAI	0,85	12,17	10,24
KUYAS	2,83	-429,25	-
ORGE	1,68	6,14	7,39
SANEL	5,10	-37,73	49,72
TURGG	3,89	-335,42	353,37
YAYLA	1,91	38,90	37,63
YYAPI	0,74	-61,99	-
Medyan	1,68	6,14	37,63
Şirket Değeri	376.987.423	71.117.421	673.569.970
Medyan Şirket Değeri		376.987.425	

Değerlemede baz alınan yurtiçi benzer şirketlerin 07.09.2020 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibidir.

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

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

Değerlemede baz alınan yurt dışı benzer şirketlerin 07.09.2020 tarihi itibarıyla çarpanları aşağıdaki gibidir.

Yurtdışı Benzer Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Sunrun Inc.	7,03	-152,95	366,00
Neoen S.A	6,24	30,31	202,00
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	1,50	9,70	213
Vivint Solar Inc.	24,7	-38,62	-
TerraForm Power Inc.	2,32	19,59	-
Pattern Energy Group Inc.	1,61	-0,04	-
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	10,08	69,04	78,62
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	3,26	16,7	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	401,00
Sunworks SUNW	1,33	-0,83	-
VivoPower International VVPR	2,75	13,31	-
Medyan	3,26	9,86	60,17
Şirket Değeri	731.535.123	228.409.654	1.077.031.758
Medyan Şirket Değeri		731.535.123	

Esenboğa Elektrik'in piyasa çarpanlarına göre elde edilen değerlerin eşit ağırlıklandırılmış değeri 490.114.727 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpanlar Analizi Sonucu	
Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
BİST Yıldız Pazar Grup-2	305.907.807
Yurtiçi Benzer Şirketler	546.028.552
BİST İnşaat Sektörü	376.987.425
Yurtdışı Benzer Şirketler	731.535.123
Ortalama Şirket Değeri	490.114.727

b) Net Varlık Değeri Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

30.06.2020 tarihi itibarıyla Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş özkaynak rakamı 224.397.277 TL olup, net varlık değeri olarak bu rakam alınmıştır.

c) Sonuç

Esenboğa Elektrik'in şirket değerinin belirlenmesinde Piyasa Çarpanları Yöntemine %75, Net Varlık Değeri Yöntemine ise %25 ağırlık verilerek 423.685.365 TL değere ulaşılmış olup, bu doğrultuda pay başına değer ise 10,59 TL'ye denk gelmektedir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri (TL)	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	75%	490.114.727	367.586.045
Net Varlık Değeri	25%	224.397.277	56.099.319
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	-	423.685.365	-
Ağırlıklandırılmış Hisse Başına Değer	-	10,59	-
İskonto Tutarı (%19,75)	-	83.677.859	-
İskontolu Şirket Değeri	-	340.007.505	-
İskontolu Hisse Başına Değer (%19,75)	-	8,50	-

Halka arz fiyatının belirlenmesinde %19,75 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 8,50 TL olarak belirlendiği görülmektedir.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Değerleme Yöntemlerine İlişkin Görüşlerimiz

- Esenboğa Elektrik'in fiyat tespit raporundaki bilgi ve veriler yeterince açıklayıcı verilerle desteklenmiştir.
- Fiyat tespitiyle alakalı olarak kullanılan değerleme yöntemlerinin yeterli olduğu düşünülmektedir.
- Yurt dışı benzer şirketlerde F/K çarpanı ortalamasının 60,17 ile piyasadaki mevcut çarpanların çok üzerinde olmasından dolayı söz konusu çarpan kaleminin değerleme dışında tutulmasının uygun olabileceği düşünülmektedir.
- Yurt içi benzer şirket çarpanlarından F/K oranları verisi yeterince sağlıklı olmaması nedeniyle değerlemeye dahil edilmemiş olması uygun görülmüştür.
- Şirket değeri hesaplanmasında Piyasa Çarpanları ve Net Varlık Değeri metodlarının ağırlıklı olarak kullanılmasında Net Varlık Değeri metodunun, değerlemede kullanılan daha yüksek bir oranda ağırlıklandırılmasının daha uygun olabileceği düşünülmektedir.
- %19,75 oranında halka arz iskontosu ile 8,50 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının, belirttiğimiz unsurlar uygulandığı takdirde yapılacak olan hesaplamada halka arz iskontosunun azalacağı görülmektedir.