



**NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.
FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN
ANALİST RAPORU**

PİRAMİT MENKUL KIYMETLER A.Ş.

31 TEMMUZ 2019

İçindekiler

1. AMAÇ.....	2
2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	2
3. HALKA ARZ BİLGİLERİ.....	3
4. ŞİRKET FİNANSALLARI.....	3
5. DEĞERLEME HAKKINDA.....	4
Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi.....	4
4. SONUÇ	7
5. GÖRÜŞ	8

NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.

[NATEN]

01.08.2019

1. AMAÇ

Bu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 128.1 sayılı Pay Tebliği'ni 29 uncu maddesi çerçevesinde, Piramit Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından halka arza aracılık eden Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. ("Naturel Enerji" ve/veya "Şirket") için hazırlanmış olduğu halka arz fiyat tespit raporunun analiz edilip değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır.

Bu Rapor; Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.'nin halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir teklif değildir. Bu raporda yer alan Şirket verilerinin gerçeği yansıttığı kabul edilmiş olup, finansal ve hukuki açıdan inceleme yapılmamıştır.

**NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET A.Ş.
Halka Arzı Hakkında Bilgilendirme Raporu****2. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ**

Şirket, 2009 yılında Naturel-1 Enerji ve Makine Sanayi Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuştur. 2016 yılında Şirket Anonim Şirket olmuş ve ismini Naturel 1 Enerji Ticaret Anonim Şirketi olarak değiştirmiştir. 31.01.2019 tarihli genel kurul kararı ile Şirketin 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. Şirketin faaliyet konusu esas sözleşmesinin 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 beraber, sermayesinin tamamına sahip olduğu şirketler aracılığı ile kendi kullanımı için de enerji santralleri kurmaktadır. Bu bağlamda şirketin faaliyetleri, aşağıdaki giriş sonrasında iki ana başlık altında açıklanmıştır.

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Şekli	PAY - Adet
Sermaye Artırımı	8.000.000
Ortak Satışı	4.000.000
Toplam	12.000.000
Halka Arz Büyüklüğü	
Halka Arz Fiyatı	5,80 TL
Halka Arz İskontosu	%20
Brüt Halka Arz Geliri	69.600.000 TL
Net Halka Arz Geliri	67.815.579 TL
Kotasyon	
Halka Arz Tarihi	01 – 02 Ağustos 2019
İşlem Göreceği Pazar	Ana Pazar
Halka arz Taahhütleri	
Sermaye Artırımı Yapmama	1 yıl
Ortak Satışı Yapmama	1 yıl
Halka arz Yöntemi	
Aracılık Türü	En İyi Gayret
Yetkili Aracı Kuruluş	Metro Yatırım
Halka Arz Satış Yöntemi	Borsa'da Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Kayıtlı Sermaye Tavanı	100.000.000 TL
Ödenmiş Sermaye (Halka Arz Öncesi)	25.000.000 TL

Tablo 1 : Halka Arz Özeti - Kaynak : İzahname

3. HALKA ARZ BİLGİLERİ

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.’nin 100.000.000 TL kayıtlı sermaye tavanı içinde 25.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinde mevcut ortaklardan Yusuf Şenel’e ait olan 4.000.000 TL nominal pay ve 8.000.000 TL sermaye artışından olmak üzere 12.000.000 TL nominal pay halka arz edilecektir.

Sermaye artırımı ve ortak satışı ile birlikte toplam 12.000.000 TL nominal pay halka arz edilecek olup, halka arz edilecek payların halka arz sonrası 33.000.000 TL’ye ulaşılacak çıkarılmış sermayesine oranı %36,36’dır.

Şirket paylarının halka arzı Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi” ve “En İyi Gayret” aracılığı yöntemleri kullanılmak suretiyle BİAŞ Birincil piyasada gerçekleştirilecektir.

Sabit fiyatla talep toplama süresi 2 iş günü olup, 01-02 Ağustos 2019 tarihlerinde gerçekleşecektir.

Şirket paylarının halka arzı “Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi”ne göre yapılacağından herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisat yapılmayacaktır.

4. ŞİRKET FİNANSALLARI

HALKA ARZ		
	(TL)	%
Ortak Satışı	4.000.000	12,12
Sermaye Artırımı	8.000.000	24,24
TOPLAM	12.000.000	
Halka Arz ile Ulaşılacak Sermaye	33.000.000	36,36

Tablo 2 : Halka Arz Edilecek Paylar Kaynak Sermaye Piyasası Aracı Notu

Gelir Tablosu - TL	2016	2017	2018	2019/03
Satışlar	11.380.567	62.298.550	20.703.639	23.431.049
Satışların Maliyeti	-9.053.154	-52.664.272	-7.730.425	-5.188.985
Brüt Kar	2.327.413	9.634.277	12.973.214	18.242.064
Esas Faaliyet Karı	-1.890.366	2.326.411	15.065.071	15.568.807
Net Kar	-4.891.764	4.041.626	8.511.571	1.389.966
Bilanço - TL	2016	2017	2018	2019/03
Dönen Varlıklar	10.527.020	19.293.085	17.615.409	35.494.588
Duran Varlıklar	30.526.162	73.346.668	247.998.903	251.136.678
Toplam Varlıklar	41.053.182	92.639.753	265.614.312	286.631.266
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.114.899	51.594.728	48.305.662	49.662.368
Uzun Vadeli Yükümlülükler	29.577.051	34.184.746	109.566.787	126.908.519
Özkaynaklar	-2.638.767	6.677.300	107.741.866	110.060.379
Toplam Kaynaklar	41.053.183	92.456.773	265.614.313	286.631.266

Tablo 3 : Özet Finansallar - Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu, Piramit Menkul Hesaplamaları

Tarafımızca yapılan hesaplamalarda yukarıda işaretli tutarların Bağımsız Denetim Raporu ve fiyat tespit raporunda farklı hesaplandığı tespit edilmiştir. Özellikle 2016 yılındaki zarar tutarının sehven karlı gösterilmesi yatırımcının şirketin karlılığını izlemesi açısından bu düzeltmenin önemli olduğunu düşünüyoruz.

5. DEĞERLEME HAKKINDA

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit raporunda Naturel Enerji'nin paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer belirlenmesi amacıyla değerlendirme yöntemi olarak Pazar Yaklaşımı yöntemi kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda;

1. "Piyasa Değeri / Defter Değeri" (PD/DD)
2. "Fiyat / Kazanç" (F/K)
3. "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

- a) BİST-Ana Pazar,
- b) BİST-Enerji Sektörü,
- c) BİST- İnşaat-Bayındırlık Sektörü,
- d) Yurtdışı Benzer Şirketlerin

08.07.2019 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında Ana Pazar çarpanları ortalaması için yeterli sayıda örnek bulunduğundan Medyan kullanılmıştır. Ancak diğer sektör ve Şirketlerin ortalaması alınırken az veri olduğu için aritmetik ortalama kullanılmıştır. Aritmetik ortalama alınırken, PD/DD için 10'un, F/K ve FD/FAVÖK için 40'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamalara dahil edilmemiştir.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST- Ana Pazar, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle, BIST-Enerji, BİST-İNŞAAT-BAYINDIRLIK Sektörleri ile Yurtdışı benzer Şirketler ise Naturel Enerji'nin faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirme çalışmasına dahil edilmiştir. Yıldız Pazarda işlem gören Şirketler büyüklük olarak Naturel Enerji'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için pazar yaklaşımına dahil edilmemişlerdir.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

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 arızı olduğundan hesaplama dahil edilmemiştir.

Tarafımızca yapılan hesaplamalarda 31.03.2018 tarihli amortisman tutarı bilinemediğinden, fiyat tespit raporunda ve BDR'de yukarıda işaretli bulunan FAVÖK tutarında yıllıklandırma işlemi yapılamamıştır.

a) BİST-Ana Pazar

Değerlemede baz alınan BİST Ana Pazar şirketlerinin ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Naturel Enerji' nin faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve 130 adet Ana Pazar şirketi baz alınarak hesaplanmıştır.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç
Medyan	1,17	6,06	8,97
Şirket Değeri	128.770.643	31.545.838*	101.055.367
Ortalama Şirket Değeri**	87.123.949		

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

** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

b) BİST-Enerji Sektörü

Değerlemede baz alınan BİST Enerji Sektörü şirketlerinin rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç
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 gördükleri için, değerlendirme harici tutulmuştur.

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

*** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

c) BİST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç
ANELE*	0,39	35,89	24,95
EDİP	0,20	12,96	2,36
ENKAİ*	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 ENKAİ Yıldız Pazar' da işlem gördüğü değerlendirme harici tutulmuştur.

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

***Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

d) Yurtdışı Benzer Şirketler

Şirketler	Pd/Dd	Fd/Favök	Fiyat/Kazanç
Sunrun Inc.	2,46	89,81	
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
E.ON 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.	2,4	17,75	
Solaria Energía y Medio Ambiente, S.A.	3,63	25,89	28,1
Solarpack Corporacion 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**		

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

**Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

4. SONUÇ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 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

*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.

5. GÖRÜŞ

- Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. için Metro Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit raporunun kapsamlı ancak sınırlı anlaşılabilir olduğu kantindeyiz.
- Şirketin büyüme sürecinin devam ettiği göz önünde bulundurulduğunda İndirgenmiş Nakit Akım (İNA) analizinin şirket değerlemesi açısından yatırımcılara daha aydınlatıcı bir bilgi sağlayabileceği kanısındayız. Diğer yandan İNA yöntemine neden yer verilmediğine ilişkin Fiyat Tespit Raporunun 3. Bölümünde yer alan “*Naturel Enerji’ nin gelirlerinin makro ekonomi şartlarına da bağlı olarak dalgalı seyretmesi nedeniyle geleceğe dönük faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonlar yapılmadığı*” açıklamasını yetersiz bulmaktayız. Ayrıca gerek izahname, gerekse de fiyat tespit raporunda 10 yıl süre boyunca 13.3 dolarcent/kWh elektrik alım garantisinden bahsedildiği halde ve Şirketin 21.7 MWp kapasiteli güneş santrali olmasına rağmen asgari 10 yıllık İNA analizinin yatırımcının Şirketin nakit yaratma kapasitesini anlayabilmesi açısından gerekli olduğunu düşünüyoruz. Sınırlı olarak pazar yaklaşımı ile değerlendirme yerine bu değeri teyit edici unsur olarak da İNA’yı gerekli görmekteyiz.
- “Pazar Yaklaşımı” Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespitinde kullanılan yurtdışı şirket çarpanlarında yer alan şirketlerin Hindistan (Azure Power Global Limited) dışında tamamı gelişmiş ülkelerde (4 adet ABD, 2 adet Almanya, 2 adet İspanya, Fransa, Kanada, Avustralya) yer almaktadır. Yurtdışı benzer şirket seçiminde gelişmekte olan ülkelere seçimin yapılması gerektiğini düşünmekteyiz.
- Yine Piyasa Değeri tespitinde kullanılan yurtdışı şirket çarpanlarında yer alan 12 şirketin ortalama piyasa değeri 4 Milyar USD değerinde olup, Naturel Enerji ile kıyaslandığında önemli boyutta ölçek farklılığı olduğu görüşündeyiz. Ayrıca bu yaklaşım Türkiye’deki emsal şirketlerde yıldız pazarda olduğu için büyük şirketlerin eliminasyonu yaklaşımı ile de örtüşmemektedir.
- “Pazar Yaklaşımı” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespitinde kullanılan BIST Enerji Sektöründe yer alan şirket ile yapılan değerlemede PD/DD hesaplamasının 3 (AKSUE-AYEN-BMELK) ve FD/FAVÖK hesaplamasının 2 (AYEN-BMELK) ile yapılması Türkiye’deki Enerji Sektörü şirketlerinin rasyolarını yeterli ölçüde yansıtmadığı kanaatindeyiz.
- Yaptığımız analizde BIST Elektrik endeksinde yer alan 7 şirketin 8 Temmuz 2019 tarihli F/K, PD/DD ve FD/FAVÖK çarpanlarının ortalamasını kullandık. F/K için yeterli örnek oluşmadığından değerlendirme analizi dışında tutarak diğer iki çarpan ortalaması PD/DD ve FD/FAVÖK için sırasıyla 1.87x ve 11.58x olarak hesapladığımızda bulduğumuz oranlar Şirket değerlemesinde kullanılan 2.93x ve 14.12x ile karşılaştırıldığında değeri aşağı çekmektedir. Uygulanan %20 iskontonun bu hata payını karşıladığı düşünülebilir.

Yukarıdaki çekincelerimiz dahilinde piyasa çarpanları analizi yöntemi kullanılarak ortaya çıkan Şirket Değeri’ni yüksek bulmaktayız.