

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, Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (Naturel Enerji) 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

Naturel Enerji 2009 yılında Türkiye'de Yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet göstermek üzere kurulmuş olup, 2016 yılında Limited şirketten Anonim şirkete dönüşümünü gerçekleştirmiş ve 31.01.2019 tarihli genel kurul kararı ile Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. ünvanını almıştır.

Yenilenebilir enerjinin, özellikle Güneş enerjisinin zamanla çoğu geleneksel enerji kaynağının yerini alabileceğine inanan Naturel Enerji, yaşanabilir çevre için güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. Naturel Enerji yurtiçinde %100'üne sahip olduğu 21.7 MWp kapasiteli santralleri ile sektörde üretim tarafında da yerini almıştır.

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, iki ana başlık altında açıklanabilir.

1- Yenilenebilir Enerji Müteahhitiği,

Şirket' in bu kapsamda müşterilerine sunduğu hizmetler şu şekildedir.

- Yer Seçimi Hizmetleri
- Lisans Alım Hizmetleri

| Halka Arz Bilgileri | |
|---|---|
| İhraççı | Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (Naturel Enerji) |
| Halka Arz Şekli | Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı |
| Halka Arz Yöntemi | Borsada Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış |
| Halka Arz Öncesi Sermaye | 25.000.000 TL |
| Halka Arz Sonrası Sermaye | 33.000.000 TL |
| Halka Açıklık Oranı | 36,36% |
| Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal) | Sermaye Artırımı: 8.000.000 TL Ortak Satışı: 4.000.000 TL |
| Halka Arz Fiyatı | 5,80 TL |
| Halka Arz Büyüklüğü | 69.600.000 TL |
| Halka Arz Tarihi | 1-2 Ağustos 2019 |
| BİST İşlem Kodu | NATEN |
| Satmama Taahhüdü | 1 yıl boyunca halka arz edilecek kısım hariç olmak üzere halka arz fiyatının altında satmama taahhüdü |

- 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
- Şalt Sahaları, Trafo Merkezleri ve Dağıtım Merkezleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri
- Şebeke Bağlantısı Hizmetleri

2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Yenilenebilir enerjinin, özellikle güneş enerjisinin zamanla çoğu geleneksel enerji kaynağının yerini alabileceğine inanan Naturel Enerji, yaşanabilir çevre için güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. 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 Santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Bu santraller 2017 yılında üretime başlamıştır. Şirket tüm bu faaliyetlerini halen 26 adet personel ile yürütmektedir. Şirket merkezi Ankara'da bulunmaktadır. Elektrik üretim santrallerinin tamamı Ankara ilçelerinde bulunmaktadır

5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanunu, 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 sağlamıştır. Bu yönetmelik kullanılarak Türkiye'de Haziran 2019 itibarı ile yaklaşık 5300 MW Güneş Santrali devreye alınmış ve tamamı 10 yıl süre boyunca 13,3 dolarcent/kWh elektrik alım garantisinden faydalanmaktadır.

| Angora Elektrik Üretim A.Ş. altında bulunan santral bilgileri | | | |
|---|---|------------------|-----------------|
| Firma Adı | 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 |

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

| Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. altında bulunan santral bilgileri | | | |
|---|---|------------------|-----------------|
| Firma Adı | 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 |
| SnI 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 |

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Naturel Enerji bünyesinde bulunan 19 adet santral, 5346 sayılı YEK kanunu, 6094 sayılı değişiklik hususunda kanun, 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmelięi çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletilmektedir. Şirket 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.

Ortaklık Yapısı

| Ortak | Pay Grubu | Halka Arz Öncesi Ortaklık Yapısı | | Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı | |
|---------------|-----------|----------------------------------|---------------|-----------------------------------|---------------|
| | | Sermaye (TL) | Pay (%) | Sermaye (TL) | Pay (%) |
| Yusuf Şenel | A | 3.000.000 | 12,00% | 3.000.000 | 9,09% |
| Yusuf Şenel | B | 22.000.000 | 88,00% | 18.000.000 | 54,55% |
| Halka Açık | B | - | - | 12.000.000 | 36,36% |
| Toplam | | 25.000.000 | 100,0% | 33.000.000 | 100,0% |

Naturel Enerji'nin halka arz öncesi sermayesi 25 milyon TL olup, 8 milyon TL'si mevcut ortakların haklarının kısıtlanması suretiyle sermaye artırımı yoluyla ihraç edilecek, 4 milyon TL'si de ortak satışı yoluyla satılacaktır. Böylelikle şirketin toplam sermayesi 33 milyon TL'ye yükseltilirken, halka açıklık oranı %36,36 olacaktır.

Şirketin hakim ortağı, halka arz öncesi %100 pay ile Yusuf Şenel'dir. Sermaye artırımı ve ortak satışı yoluyla yapılacak halka arz sonrasında %63,64 oranla yine aynı kişi hakim ortak olmayı sürdürecektir. Ayrıca Naturel Enerji'nin sermayesini temsil eden paylar A ve B grubu olarak ayrılmaktadır. İmtiyazlı A grubu payların toplam nominal tutarı 3.000.000 TL olup, şirket esas sözleşmesinin ilgili maddelerine göre, A grubu paylara yönetim kurulu üyesi seçiminde aday gösterme ve genel kurulda 15 oy hakkı imtiyazları tanınmıştır. B grubu payların herhangi bir imtiyazı bulunmamaktadır.

Fiyat Tespit Raporundaki Değerlemeye Yönelik Özet Bilgi ve Değerlendirme

Metro Yatırım'ın hazırlamış olduğu fiyat tespit raporunda, halka arz edilecek payların birim fiyatı tespitinde, değerleme yöntemi olarak faaliyet gösterilen sektör gözönüne alınarak Pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları analizi) kullanılmıştır. Raporda değerleme metodolojilerinin, sektörün ve şirketin özelliklerine uygun olarak seçildiği ve şirketin değerinin belirlenmesinde uygun olduğu görüşüne yer verilmiştir.

Piyasa çarpanları analizinde önce, ana faaliyet konusu müşterileri ve kendi adına yenilenebilir enerji santralleri yapmak ve elektrik üretimi olan şirket için Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler incelenmiş, grup olarak şirketin hisselerinin işlem görmesi planlanan BİST-Ana Pazar başta olmak üzere faaliyet gösterdiği sektörler olan BİST-Enerji, BİST-İnşaat-Bayındırlık sektörlerindeki çarpan ortalamalarına ve de yine yurtdışı benzerlerinden 12 şirketin çarpanlarına bakılmıştır.

Değerleme çalışmalarında BİST-Ana Pazar için yeterli sayıda örnek bulunduğu için medyan, diğer çarpan ortalamaları için de aritmetik ortalama kullanıldığı belirtilmiştir. Yıldız Pazar'da işlem gören şirketlerin büyüklük olarak Naturel Enerji'den büyük olması sebebiyle bu şirketlerin ortalamalarının değerlemeye katılmadığı vurgulanmıştır.

Hazırlanan fiyat tespit raporunda şirketin değerlemesinde kullanılmak üzere benzer şirket karşılaştırmasına dayalı piyasa çarpanları analizi yöntemi kullanılırken aynı zamanda yurtdışı benzer şirketlere de bakılmış, hesaplamalara burdan da 12 adet şirket ilave edilmiştir. Buna göre piyasa çarpanları analizi yönteminde, Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar (FD/FVAÖK) çarpanları kullanılmıştır.

| Şirket Verileri (TL) | | | |
|----------------------|-------------|------------|-------------|
| Net Kar | Özkaynaklar | FVAÖK | Net Borç |
| 11.265.927 | 110.060.379 | 26.068.900 | 126.449.861 |

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Çarpan ortalamaları bulunurken, şirketin FVAÖK ve net karı için 31.03.2019 – 31.03.2018 arasındaki yıllıklandırılmış değerler kullanılırken, Özkaynaklar ve Net Borç için de izahnamede yer alan son finansal tablosu olan 31.03.2019 tarihindeki değerler üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. BİST - Ana Pazar tarafında şirketin sektörü gereği mali sektör şirketleri hariç tutulurken, toplamda 130 adet ana Pazar şirketi üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Ayrıca FD/FVAÖK ve F/K'da 0-40 aralığı dışında kalanlar ile PD/DD tarafında 0-10 arasında kalan değerler dışındaki değerler uç değer kabul edilmiş ve hesaplama dışında tutulmuştur.

Raporda BİST-Ana Pazar, BİST-Enerji, BİST-İnşaat-Bayındırlık ve yurtdışı benzerleri için 3 analiz yönteminden F/K, FD/FVAÖK ve P/DD için bulunan tüm değerlere eşit ağırlık verilmiş ve burası üzerinden hesaplanan şirket piyasa değeri 181.404.185 TL'ye ulaşmıştır. Bu değer 7,26 TL birim pay değerine işaret etmektedir.

Şirketin birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine %20 oranında halka arz iskontosu uygulayarak, 5,80 TL olarak belirlenmiştir. Bu birim fiyata denk gelen şirket piyasa değeri de 145.123.348 TL olmaktadır.

| Değerleme Sonucu | |
|------------------------------------|-----------------------|
| 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 | |
| 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 |

Kaynak: Metro Yatırım Fiyat Tespit Raporu

Metro Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

Metro Yatırım tarafından oluşturulan Naturel Enerji fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, şirketin gerçek değerini yansıtması açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu kanısındayız. InvestAZ olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Uygulanan Pazar Yaklaşımı yanında Gelir Yaklaşımlarından İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'nin (İNA) de kullanılabilceğini düşünüyöruz. Bunun yanında izahname tarafında projeksiyon yapılmaması ve projeksiyona dönük tahminlere yer verilmemesi nedeniyle İNA'nın kullanılmamış olmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde ihtiyatlı olmak açısından üst ve alt sınırlar konmasını makul bulmak ile birlikte, uç değer olarak belirlenen sınırların biraz daha düşük tutulabileceği görüşündeyiz.
- Çarpan analizinde şirketin değerini yansıması açısından PD/DD, F/K ve FD/FVAÖK çarpanlarının kullanılmasını ve bunlara eşit ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Çarpan analizinde şirketin içinde bulunduğu sektörü temsil etmesi açısından BİST-Enerji sektörü ile BİST-İnşaat Bayındırlık sektörlerinin kullanılmasını uygun buluyoruz.
- Yurtdışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin açıklamalarına yer verilmesinin, kullanılan şirketlerin uygunluğu açısından yatırımcıya doğru bilgi vermesi anlamında önemli bulunırken, büyüklük olarak da karşılaştırma yapılabilmesi açısından şirketlerin piyasa değerlerine de yer verilmesinin uygun olabileceğini düşünüyöruz.
- Uygulanan %20 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.