

# Esenboğa Elektrik Üretim Anonim Şirketi

## Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 25 Eylül 2020 tarihinde KAP'ta duyurulan İzahname ve Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 8 Eylül 2020 tarihli Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

### 1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Esenboğa Elektrik Üretim AŞ ("Esenboğa", "Esenboğa Elektrik" veya "Şirket"), yenilenebilir enerji alanında ve özellikle de güneş elektrik santrali kurulumunda ihtisaslaşmış bir Yenilenebilir Enerji Müteahhithliği (EPC) şirkettir. Şirket'in güncel toplam kurulu gücü<sup>1</sup> 33,8 MWe'dir. Şirket 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 22.4MWp güneş elektrik santrali alımı yaparak mevcut kapasitesini 33,8MWp'ye çıkarmıştır. Şirketin toplam 14 personeli bulunmaktadır ve merkezi Ankara'dadır.

Mevcut durum itibarıyla, Şirket'in %100 sahibi Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. ("Naturel Enerji")'dir. Natural Enerji'nin paylarının %63,64'ü Yusuf Şenel'e aittir ve geriye kalan %36,36'si ise halka açık olup Borsa İstanbul'da işlem görmektedir.

Naturel Enerji (NATEN.TI) cari değerlerden 14,3x F/K ile işlem görmektedir. Hisse son bir aydır BİST-100 Endeksi'nin %43 üzerinde performans sergilemiştir. Natural Enerji'nin 29 Eylül tarihindeki piyasa değeri ise 1,2 milyar TL'dir.

Şirket'in sahip olduğu güneş santralleri YEKDEM ve Lisansız Elektrik Üretim mevzuatı çerçevesinde 10 yıl boyunca USD13,3cent/kWh fiyatla alım garantisine sahiptir. Şirket bundan sonra yapılacak olan YEKA projelerine yatırımcı olarak katılıp YEKA projeleri kurup inşa etmeyi ve işletmeyi planlamaktadır. Şirket, yurtdışında da güneş enerji santral yatırımlarını yakından takip etmektedir.

2017 yılında Şirket'in satış hasılatı bulunmazken 2018 yılında 7.584.000 TL hasılat gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise hasılatta 2018 yılına göre yaklaşık %69 artış olmuş ve 12,8 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2018 ve 2019 yıllarında toplam gelirlerin tamamı elektrik satışından; 2020 yılının ilk 6 ayında ise %69'u elektrik satışından, %31'i inşaat/taahhüt gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket 2020 yılının ilk 6 ayında 45 milyon TL gelir ve 38 milyon TL FAVÖK kaydetmiştir. Şirket'in net karı 2018 yılında 937.975 TL iken 2019 yılında 72.443.069 TL olmuştur. 2019 yılında net karlılıktaki artışta 80.835.790 TL sabit kıymet değerlendirme farkı geliri etkili olmuştur. Şirket'in FAVÖK'ü 2017 yılında -2.967 TL iken, 2018 yılında 4.916.905 TL, 2019 yılındaysa 5.524.012 TL olarak gerçekleşmiştir. FAVÖK 2020'nin ilk 6 ayında 38 milyon TL'ye yükselmiştir. Haziran 2020 itibarıyla net borç pozisyonu 189 milyon TL'dir.

Şirket'in toplam özsermayesi 2017 yılında 37.448 TL iken, 2018 yılında 31.482.084 TL, 2019 yılında 143.846.323 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 2019 yılında yaşanan artışta Şirket sermayesinin 50.000 TL'den 40.000.000 TL'ye bedelli artırımının etkisi de olmuştur.

Esenboğa Elektrik, halka arz sonucunda elde edeceği fonun %30-50'sini başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da yenilenebilir enerji sektöründe, satın almalar dahil, yeni yatırım fırsatlarında değerlendirmeyi planlanmaktadır. Geriye kalan tutarı ise

<sup>1</sup> (\*) Şirket'in DC (Doğru Akım) cinsinden kurulu gücü 33,8 MWp'dir. Şirket'in GES santrallerinin dönüştürülmüş kullanılabilir elektrik AC (Alternatif Akım) çıkış gücü toplamı ise 29,6MWac'dir.

rekabet gücünü artırılabilmesi için işletme sermayesi ihtiyacında değerlendirmeyi hedeflemektedir.

## 2. Halka Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.
Talep Toplama Tarihi	1-2 Ekim 2020
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	Sermaye Artırımı: 24.000.000 TL nominal değerli paylar
Talep Toplama Yöntemi	Borsada Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Öngörülen Piyasa Değeri	544.000.000 TL
Tahmini Arz Büyüklüğü	204.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%37,5
Fon Kullanım Yeri	Şirket, halka arz sonucunda elde edeceği net gelirin %30-50'sini yenilenebilir enerji santrali satın alma ve yeni yatırım fırsatları için ve geriye kalan tutarın ise işletme sermayesi ihtiyacı için kullanmayı amaçladığını açıklamıştır.

## 3. Şirket Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Pay (TL)	Pay (%)	Pay (TL)	Pay (%)
Naturel Enerji	40.000.000	%100,0	40.000.000	%62,5
Halka Açık Kısım			24.000.000	%37,5
<b>TOPLAM</b>	<b>40.000.000</b>	<b>%100,0</b>	<b>64.000.000</b>	<b>%100,0</b>

## 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Esenboğa Elektrik paylarının halka arz fiyatına esas teşkil edecek değerlerin belirlenmesi amacıyla yaptığı değerlendirme çalışmasında, "piyasa çarpanları" ve "net varlık değeri" yöntemlerini kullanmıştır.

### 4.1 Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde dikkate alınan şirketler 4 farklı başlık altında gruplandırılabilir: (i) Yurt içi benzer şirketler, (ii) BİST –İnşaat- Bayındırlık Sektör Endeksine dahil şirketler (iii) Şirket'in halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle BİST Yıldız Pazar Grup-2'ye dahil şirketler ve (iv) Yurt dışı benzer şirketler. Bu alt gruplara dahil şirketlerin açıklanmış son finansal verileri ve 7 Eylül 2020 tarihli piyasa değerleri ışığında hesaplanan "Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)", "Fiyat /Kazanç (F/K)" ve "Firma Değeri /FAVÖK (FD/FAVÖK)" çarpanları değerlendirilerek, medyan değerleri esas alınarak, kullanılmıştır. Esenboğa Elektrik için piyasa çarpanları analizinde dikkate alınan veriler, 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış 42,4 milyon TL FAVÖK, yıllıklandırılmış ve bir defaya mahsus

kabul edilen 80,8 milyon TL'lik sabit kıymet değerlendirme farkının dikkate alınmadığı 17,9 milyon TL net kar, 224,4 milyon TL özkaynak ve 189 milyon TL net borçtur.

- (i) Yurtiçi Benzer Şirketler: Benzer şirket seçiminde, Esenboğa Elektrik'e benzer şekilde enerji üretimini ağırlıklı yenilenebilir kaynaklar üzerinden sağladığından hareketle AKSUE, AYEN, BMELK, NATEN, ZOREN dikkate alınmıştır. Bu şirketlerin PD/DD oranı 2,17x, ve FD/FAVÖK oranı 18,75x olarak hesaplanmıştır. F/K çarpanı sadece 2 şirket için hesaplanabildiğinden ve aşırı uç sonuç verdiğinden değerlemeye dahil edilmemiştir. Bu yöntemle bulunan "medyan şirket değeri 546 milyon TL"dir.
- (ii) BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü Şirketleri: Bu grup altında dikkate alınan şirketler şu şekildedir: ANELE, EDIP, ENKAI, KUYAS, ORGE, SANEL, TURGG, YAYLA, YYAPI. Bu şirketlerin, PD/DD oranı 1,68x, FD/FAVÖK oranı 6,14x ve F/K oranı 37,63x olarak hesaplanmıştır. Bu yöntemle bulunan "medyan şirket değeri 377 milyon TL"dir.
- (iii) BİST Yıldız Pazar Grup-2'ye dahil şirketler: Mali sektör şirketleriyle (i) ve (ii) bent kapsamında dikkate alınmış olan şirketler hariç bırakılarak yapılan hesaplamada PD/DD oranı 1,92x, FD/FAVÖK oranı 9,43x, ve F/K oranı 17,09x olarak hesaplanmıştır. Bu yöntemle bulunan "medyan şirket değeri 306 milyon TL"dir.
- (iv) Yurt dışı benzer şirket olarak kabul edilen toplam 24 şirketin hesaplanan PD/DD oranı 3,26x, FD/FAVÖK oranı 9,86x ve F/K oranı 60,17x'dir. Bu yöntemle bulunan "medyan şirket değeri 732 milyon TL"dir.

Piyasa çarpan analiziyle bulunan ve yukarıda yer verilen 4 farklı değerlerin eşit ağırlıklı ortalaması 490,1 milyon TL'dir.

#### 4.2 Net Varlık Değeri Yönetimi

30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetim 'den geçmiş Özkaynak büyüklüğü 224,4 milyon TL, Net Varlık Değeri olarak değerlemede dikkate alınmıştır.

Esenboğa Elektrik'in halka arz fiyatı belirlenirken, Piyasa Çarpanları yöntemine %75 ve Net Varlık Değeri yöntemine %25 ağırlık verilmiştir. Buna göre, halka arz iskontosu öncesi makul piyasa değeri 423.685.364 TL (mevcut çıkarılmış sermayesi olan 40 milyon TL'ye göre hisse başına 10,59 TL) olarak hesaplanmış; %19,75'lik halka arz iskontosu sonrası da nihai piyasa değeri olan 340.007.505 TL'ye (birim hisse fiyatı: 8,50 TL) ulaşmıştır.

30 Haziran 2020 tarihli yıllıklandırılmış veriler ışığında Şirket'in halka arz sonrası F/K çarpanı 30,4x ve FD/FAVÖK çarpanı 12,5x denk gelmektedir.

#### 5. Halk Arz Fiyatı Hakkında Nihai Değerlendirmeler

Esenboğa Elektrik için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, değerlendirme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşıyoruz. Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair aşağıdaki yorumlarımızı/çekinçelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz.

**Çarpan Analizi:** Çarpan analizinde hesaplamaya dahil edilen şirketlerin gerek coğrafi dinamikleri gerekse faaliyetleri açısından geniş bir çeşitlilikle dikkate alındığı görülmektedir. Faaliyetlerin benzerliği açısından yurtdışı benzer şirketler daha ön plana çıkarken, bu şirketlerin bazılarının büyüme dinamikleri açısından Türkiye'den çok farklı gelişmiş ülkelere seçilmiş olması ortalama değerlemeyi yukarı çeken bir unsur olmuştur. Öte yandan, çarpan analizinde ortaya çıkan değerler üzerinden hesaplamada aritmetik ortalama yerine medyan kullanılmasının daha makul olacağını görüşüyoruz.

**Net Varlık Değeri Analizi:** Net Varlık Değeri analizinde de son açıklanan finansallardaki özkaynak değerinin kullanılmasını makul ve kabul edilebilir buluyoruz. Ancak, 2019 yılında kaydedilen 80,8 milyon TL'lik sabit kıymet değerlendirme farkının ve 2020 ilk 6 ayında kaydedilen 11,0 milyon TL'lik menkul kıymet satış karının tek seferlik gelirler

olarak özkaynaklar üzerinde önemli etkisi olduğunu belirtmekte fayda görüyoruz.

%19,75 halka arz iskontosuyla ulaşılan 340 milyon liralık halka arz piyasa değeri hesaplamasında kullanılan yöntemleri anlaşılabilir ve hesaplamaları da kendi içerisinde tutarlı buluyoruz. Bununla birlikte, 2017 yılında satış hasılatı olmayan, 2019 yılını 13 milyon lira ciroyla tamamlayan şirketin halka arz fiyatı hesaplamasında, şirketin içsel değerine yönelik nakit akım projeksiyonları, büyüme dinamikleri ve bunlara dair risklerin de yer aldığı bir çalışmanın da dikkate alınmış olmasının makuliyet açısından daha tercih edilebilir bir yaklaşım olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıda yer verdiğimiz yorumlarımız/çekincelerimiz dışında, Esenboğa Elektrik için %19,75 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 8,5 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

#### ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımçıların bilgilendirilmesi amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiçbir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.