

## Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna ilişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/ 2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Metro Yatırım") tarafından Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ("Esenboğa Elektrik ve/veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

**Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporuna ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'da yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.**

### 1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	1-2 Ekim 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	40.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%37,50
Halka Arz Fiyatı	8,50 TL
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı
Halka Arz Edilecek Paylar	<b>24.000.000 TL nominal değerli pay</b> 24.000.000 TL (Sermaye Artırımı)
Halka Arz Büyüklüğü	204.000.000 TL

Ortağın Adı	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
Naturel Yenilenebilir Enerji Tic.A.Ş.	A	4.000.000	10,00%	4.000.000	6,25%
	B	36.000.000	90,00%	36.000.000	56,25%
Halka Açıklık Oranı	B	0	0,00%	24.000.000	37,50%
<b>Toplam</b>		<b>40.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>64.000.000</b>	<b>100,00%</b>

\* Şirket paylarının mevcut durumda sahibi Naturel Enerji'dir. Naturel Enerji payları Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup, payların %63,64'ü Yusuf Şenel'e aittir. Geri kalan %36,36'lık pay ise halka açıktır.

### 2. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 2015 yılında Margün 8 Enerji Sanayi ve Ticaret Ltd.Şti. unvanı ile Naturel 1 Enerji Ticaret Limited Şirketi tarafından Kahramanmaraş Ticaret Sicili Müdürlüğü'ne tescil edilmiştir. 2016 yılında şirkette nevi değişikliği yapılarak Anonim Şirket'e dönüştürülmüş ve 2018 yılında şirketin merkezi Kahramanmaraş'tan Ankara'ya taşınmıştır.

11.01.2019 tarihinde şirketin unvanı Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. olarak değiştirilerek tescil edilmiştir. Şirketin merkez adresi Çankaya-Ankara'dır.

### **Ana Faaliyet Alanları**

#### **- Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği EPC (Taahhüt)**

Enerji sektöründe, yenilenebilir enerji pazarında, güneş enerjisi konusunda yatırım yapmakta olan şirket bu alanlarda müteahhitlik hizmeti sunmaktadır. Şirket bu kapsamda müşterilerine;

- ✓ Yer seçimi hizmetleri lisans alım hizmetleri
- ✓ Proje geliştirme ve mühendislik hizmetleri,
- ✓ Arazi edinimi hizmetleri,
- ✓ Meteorolojik ölçüm hizmetleri
- ✓ Santral bileşenleri temini
- ✓ Anahtar teslimi yenilenebilir enerji santralimi kurulumu (EPC) hizmetleri,
- ✓ Şebeke bağlantısı hizmetleri

konularında hizmet sunmaktadır.

#### **- Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi**

Geleneksel enerji kaynaklarının yenilenebilir enerji karşısında gerileyeceğini düşünen şirket, özellikle Güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. Şirket, 2019 yılında Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgelerinden toplam 22.350,46 kWp güneş elektrik santrali alımı yaparak mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkartmıştır.

Esenboğa Elektrik, sahip olduğu firmalar üzerinden YEK Kanunları ve Lisanssız Elektrik Üretim Mevzuatı çerçevesinde 10 yıl boyunca 13,3 dolarcent/kWh fiyatla alım garantisine sahip 30 adet Güneş Enerjisi Santrali'ni işletmektedir. Şirketin merkezi Ankara'da olmakla birlikte elektrik üretim santralleri Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir, Bilecik ve Ankara illerinde yer almaktadır.

31.12.2019 tarihinde satış gelirlerinin tamamı (12.829.595,-TL) elektrik üretiminden elde edilirken, 30.06.2020 tarihinde bu oran %68,82 (31.228.480,-TL) elektrik üretimi, %31,18 (14.150.753,-TL) enerji müteahhitliği olarak değişmiştir. Şirketin 30.06.2020 itibarıyla toplam satış geliri 45.379.233,-TL olarak bildirilmiştir.

### **Halka Arza İlişkin Özet**

#### **Halka Arzın Gerekçesi**

- ✓ Şirket'in büyüme hedeflerinin devamı,
- ✓ Planlanan yatırımların finansmanı,
- ✓ Kurumsal yapının güçlendirilmesi,

- ✓ Şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin güçlendirilmesi,
- ✓ Şirket bilinirliğinin artırılması,
- ✓ Rekabet gücünün artırılması,
- ✓ Potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması.

### **Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri**

Enerji sektöründe olduğu düşünülen yeni fırsatlar sebebiyle yeni yatırımlar yapmak ve finansal yapısını güçlendirmek isteyen şirket, halka arz kararı almıştır.

24.07.2020 tarih ve 2020/16 sayılı Yönetim Kurulu Kararı'nda belirtildiği üzere;

Değerleme sonucunda ortaya çıkacak ve şirkete girişi sağlanacak fon her ne olursa olsun %30-50'lik kısmı başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da Yenilenebilir Enerji sektöründeki yeni fırsatlara yatırım yapma amacıyla kullanılacaktır. Ayrıca bu ülkelerde yeni enerji santralleri satın alınması hedeflenmektedir. Bu tutar gerektiği durumlarda halka arzdan elde edilecek net gelir tutarına kadar artırılabilir. Geriye kalan tutar ise şirketin yurt içi ve yurt dışı faaliyetlerinde rekabet gücünü artırabilmek amacıyla işletme sermayesi olarak kullanılacaktır.

### **3. Değerleme Hakkında Özet Bilgi**

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında "Piyasa Çarpanları" ve "Net Varlık Değeri" yöntemleri kullanılmıştır. Yapılmış olan çarpan analizinde yurtiçi ve yurtdışında faaliyet gösteren benzer şirketlerin "Piyasa Değeri / Defter Değeri" (PD/DD), "Fiyat / Kazanç" (F/K) ve "Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarına yer verilmiştir. Net varlık değeri olarak şirketin 30.06.2020 özkaynak rakamı kullanılmıştır. Piyasa Çarpanları için %75 ve Net Varlık Değeri için %25 ağırlık verilmiştir.

#### **Çarpan Analizine ilişkin;**

- Çarpan analizinde BIST Yıldız Pazar Grup-2, Yurtiçi Benzer Şirketler, BIST İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurtdışı Benzer Şirketlere yer verilmiştir.
- Hesaplama bahse konu endeks ve şirketlerin 07.09.2020 tarihli PD/DD, F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı kullanılmıştır.
- Piyasa verilerinde kullanılan şirket verileri yıllıklandırılarak elde edilmiş olup TL80,8mn tutarındaki değerlendirme karı tek seferlik gelir olarak düşünülerek değerlemeye dahil edilmemiştir.

Esenboğa Elektrik	Net Kar	Özkaynaklar	FAVÖK	Net Borç
TL	17.899.813	224.397.277	42.350.810	188.957.580

Kaynak: Metro Menkul Değerler A.Ş.

- AKSUE, AYEN, BMEK, NATEN ve ZOREN borsa kodlu şirketler Yurtiçi Benzer Şirketlere dahil edilmiştir.

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değeri (TL)
BIST Yıldız Pazar Grup 2	305.907.807
Yurtiçi Benzer Şirketler	546.028.552
BIST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	376.987.425
Yurtdışı Benzer Şirketler	731.535.123
<b>Ortalama</b>	<b>490.114.727</b>

Kaynak: Metro Menkul Değerler A.Ş.

- BIST Yıldız Pazar Grup-2, Yurtiçi Benzer Şirketler, BIST İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurtdışı Benzer Şirketler kullanılarak yapılan analizler sonucunda sırasıyla TL305,9mn, TL546,0mn, TL376,9mn ve TL731,5mn piyasa değeri hesaplanmıştır.

Medyan Çarpan Değerleri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BIST Yıldız Pazar Grup 2	1,92	9,43	17,09
Yurtiçi Benzer Şirketler	2,17	18,75	-
BIST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	1,68	6,14	37,63
Yurtdışı Benzer Şirketler	3,26	9,86	60,17

Kaynak: Metro Menkul Değerler A.Ş.

- Elde edilen değerlerin ortalaması alınarak TL490,1mn piyasa değeri elde edilmiştir.

Hesaplanan Şirket Değerleri	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K	Medyan
BIST Yıldız Pazar Grup 2	430.842.772	210.366.386	305.907.807	305.907.807
Yurtiçi Benzer Şirketler	486.942.091	605.115.013	-	546.028.552
BIST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	376.987.423	71.117.421	673.569.970	376.987.425
Yurtdışı Benzer Şirketler	731.535.123	228.409.654	1.077.031.758	731.535.123
<b>Ortalama</b>				<b>490.114.727</b>

Kaynak: Metro Menkul Değerler A.Ş.

### Net Varlık Değeri Yöntemi ile piyasa değeri tespitine ilişkin;

- Net Varlık değeri olarak şirketin 30.06.2020 bağımsız denetimden geçmiş öz kaynak rakamı olan TL224,3mn değerlemeye dahil edilmiştir.

**Değerleme Sonuçları (TL)**

- TL10,59 olarak hesaplanan hisse birim fiyatına %19,75 halka arz iskontosu uygulanarak nihai fiyat TL8,50 olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hisse Başına Değerler (TL)
Piyasa Çarpanları Yöntemi	490.114.727	
Net Varlık Değeri Yöntemi	224.397.277	
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	423.685.364	
İskonto Tutarı(%19,75)	83.677.859	10,59
<b>İskontolu Şirket Değeri</b>	<b>340.007.505</b>	<b>8,50</b>

Kaynak: Metro Menkul Değerler A.Ş.

**4. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz**

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir. Halka arz fiyatı, değerlendirme sonucuna göre %19,75 oranında iskontoludur. Bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında halka arz fiyat aralığının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel anlamda şirketin mevcut bekleyen iş portföyü ve ileriye yönelik finansal projeksiyonlarının paylaşılmamış olmasının çalışmanın şeffaflığını olumsuz etkilediğini düşünüyoruz.
- Şirketin elektrik üretimi iş kolunun konsolide net satışlardaki payındaki yüksekliği göz önünde bulundurarak İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'ne değerlemede yer vermenin çalışmada daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesini sağlayacağını düşünüyoruz.
- Yurtiçi piyasaların, son yıllarda gelişmekte olan ülke endekslerine göre artış gösteren iskontosu sebebiyle Yurtdışı Benzer Şirketler analizinden edilen sonuca iskonto uygulanması değerlemenin daha makul sonuç vermesini sağlayabilir.
- Yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizlerinde kullanılan değerler arasında ciddi farklılıklar gözlemlenmektedir. Bazılarının uç değer olarak kabul edilip değerlendirilmede hariç tutulması bulunan değeri daha anlamlı kılacaktır.
- Yurtiçi Benzer Şirketler analizinde iş modeli olarak genel anlamda daha fazla operasyonel benzerlik gösteren bir grup oluşturulması daha sağlıklı sonuçlar elde edilmesine neden olabilir.

**UYARI NOTU**

Bu rapor, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest"), bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir.

Raporda yapılan yorumlar sadece QNB Finansinvest'in görüşünü yansıtmakta olup, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir ve yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. QNB Finansinvest ve QNB Finansinvest çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Ayrıca, QNB Finansinvest'in yazılı izni olmadıkça bu raporların içeriği kısmen ya da tamamen üçüncü kişilerce hiç bir şekil ve ortamda yayınlanamaz, iktisap edilemez, alıntı yapılamaz, kullanılamaz. Bunlara ilaveten, QNB Finansinvest raporların internet üzerinden veya e-posta yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.