

ESENBOĞA

ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

EYLÜL 2020



Ziraat Yatırım

İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	5
IV. YATIRIMLAR	8
V. FİNANSAL GÖRÜNÜM	9
VI. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	10
VII. DEĞERLEME	14
VIII. SONUÇ	16
IX. GÖRÜŞ	16

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Metro Yatırım") lider aracı kurum olduğu Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. (kısaca "Esenboğa Elektrik" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	■ 40.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 64.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 24.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 204.000.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %37,50
Halka Arz Tarihi	■ 01-02/10/2020
Halka Arz Lideri	■ Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Metro Yatırım")
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Taahhütler	<p>■ Şirket, Esenboğa Elektrik paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmayacağına ve dolaşımdaki pay miktarının bu suretle arttırılmayacağına, bu süre boyunca yeni bir satış veya halka arz yapılmasının söz konusu olmayacağına, ya da dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir açıklamada bulunulmaması konusunda taahhüt vermiştir.</p> <p>■ Şirket'in sermayesinin tamamına sahip olan Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. sahip olduğu ortaklık paylarını, Şirket paylarının borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan borsada satmayacağını ve bu payları halka arz fiyatının altında borsada satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağını taahhüt etmiştir.</p>
Fiyat İstikrarı	■ Yoktur

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ("Esenboğa Elektrik" veya kısaca "Şirket") 2015 yılında Kahramanmaraş'ta kurulmuştur.
- Enerji sektöründe faaliyet gösteren Şirket müşterileri ve kendisi adına anahtar teslimi yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu ("EPC") yapmakta olup, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretim enerjisinin ve kapasitesinin müşterilere satışı alanlarında faaliyet göstermektedir.
- Şirket'in merkezi Ankara'da olup, Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir ve Ankara'da toplam 33,8 MWp üretim kapasiteli güneş enerji santrali bulunmaktadır.
- Esenboğa Elektrik bünyesinde bulunan faaliyet yürüten firmalar üzerinden 5346 ve 6094 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynakları ("YEK") kanunları ve Lisansız Elektrik Üretim mevzuatı çerçevesinde 10 yıl boyunca 13,3 dolar/cent/kWh fiyatla alım garantisine sahip 29 adet güneş santrali işletmektedir.
- Şirket, yeni yapılacak olan Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanı ("YEKA") projelerine yatırımcı olarak katılmayı planlarken, yeni YEKA projeleri kurup inşa etmeyi, söz konusu projeleri işletmeyi ve yurtdışı güneş proje geliştirme yatırımı planları yapmaktadır.
- Şirket'in kuruluşundan günümüze kadar yaşadığı önemli gelişmeler aşağıda yer almaktadır.

ESENBOĞA ELEKTRİK TARİHSEL GELİŞME	
2015	Şirket "Margün 8 Enerji Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile Naturel 1 Enerji Limited Şirketi (yeni unvanı Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.) tarafından 10 bin TL sermaye ile kurulmuştur.
2016	Şirket nevi değişikliği ile anonim şirkete dönüştürülmüştür.
2018	- Şirket merkezi, Kahramanmaraş'tan Ankara'ya taşınmıştır. - Güneş elektrik santrallerinin yaygınlaşması ile birlikte Şirket, avantajlı olduğunu düşündüğü bölgelerde santral yatırımlarına hazırlanmaya başlamış ve Ankara bölgesinde 11.434,56 kWp gücünde güneş elektrik santrali satın almıştır.
2019	- Şirket'in unvanı Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. olarak değiştirilmiştir. - 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 23.350,46 kWp güneş elektrik santrali alımı yaparak mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkarmıştır.

- Esenboğa Elektrik'in mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Esenboğa Elektrik Ortaklık Yapısı					
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
	Pay Grubu	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	A	4.000.000	10,00%	4.000.000	6,25%
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	B	36.000.000	90,00%	36.000.000	56,25%
Halka Açık	B	-	-	24.000.000	37,50%
Toplam		40.000.000	100,00%	64.000.000	100,00%

- Şirket paylarının tamamı Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.'ye ("Naturel Enerji") ait olup, söz konusu payların 4 milyon TL'si A grubu 36 milyon TL'si de B grubu paylardan oluşmaktadır. Şirket'in hâkim ortağı olan Naturel Enerji'nin paylarının %63,64'ü ise Yusuf Şenel'e ait olup, Naturel Enerji Ağustos 2019'da halka açılmış olup, payları Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmektedir.
- Şirket'in Haziran 2020 itibarıyla 29 adet bağlı ortaklığı bulunmakta olup bağlı ortaklıkların tamamı enerji üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Söz konusu ortaklıkların sermayelerinin tamamı ödenmiştir.

III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Esenboğa Elektrik, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin veya kapasitesinin müşterilere satışı gibi alanlarda faaliyet göstermektedir. Şirket ayrıca fiili olarak müşterilerine ve kendisine anahtar teslim elektrik enerjisi üretim tesisi kurmaktadır. Bu kapsamda Şirket faaliyetleri iki ana başlık altında aşağıdaki şekilde sınıflandırılmıştır.

IV.I FAALİYET GRUPLARI

- Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği EPC (Taahhüt)

- Şirket'in bu kapsamda müşterilerine sunduğu hizmetler aşağıda yer almaktadır.
- Yer Seçimi Hizmetleri Lisans Alım Hizmetleri
 - Proje Geliştirme ve Mühendislik Hizmetleri
 - Meteorolojik Ölçüm Hizmetleri
 - Santral Bileşenleri Temini
 - EPC Hizmetleri
 - İletim ve Dağıtım Şebekeleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri
 - Şebeke Bağlantısı Hizmetleri

-
- Şirket 12 Mayıs 2019 tarihli yeni Lisanssız Elektrik üretim yönetmeliği ile getirilen mahsuplaşma sistemi ile çok büyük oranda öz tüketim amaçlı çatı güneş tesisi kurulması beklentisine istinaden bu iş dalından önemli gelirler elde etmeyi hedeflemektedir.
 - 2020 yılının ilk 3 aylık döneminde Şirket, Balsuyu Şirketler Grubu ile Türkiye'nin en büyük çatı güneş santralini anahtar teslimi yapımı için sözleşme imzalamıştır. Kahramanmaraş'ta gerçekleştirilmekte olan ve dünyanın en büyük çatı güneş kurulumları arasında yer alacak olan proje, 11.4 MW güce sahip olacaktır. Şirket sözleşme bedeli olarak, KDV dâhil yaklaşık 36 milyon TL olarak anlaşmıştır.
 - Şirket ayrıca Kırteks Metal Tekstil San. Ve Tic. Ltd. Şti. ile de 1 Nisan 2020 tarihi itibarıyla Çatı Güneş Santrali anahtar teslim yapımı için sözleşme imzalamıştır. Kahramanmaraş'ta gerçekleştirilecek projenin bedeli KDV dâhil yaklaşık 6,6 TL olarak belirlenmiştir.
 - Bu projelere ek olarak Esenboğa Elektrik 4 Haziran 2020 tarihinde Saf Mensucat San. Ve Tic. A.Ş. ile Çatı Güneş Santrali anahtar teslim yapımı için yaklaşık 15,5 milyon TL karşılığında, 29 Haziran 2020 tarihinde Kurteks Tekstil Enerji Tic. Ve San. A.Ş. ile 50 MWp Güneş Elektrik Santrali proje geliştirilmesi ve kurulumu amacıyla anahtar teslim esaslı KDV dâhil yaklaşık 346 milyon TL karşılığında, 22 Temmuz 2020 tarihinde Yonca İplik San. Tic. A.Ş. ile KDV dâhil yaklaşık 7,7 milyon TL karşılığında, Öncü Mutfak Eşyaları San. Tic. Ltd. Şti. ile KDV dâhil yaklaşık 6 milyon TL karşılığında çatı güneş santralleri anahtar teslim yapım işi sözleşmeleri imzalamıştır.

– Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Esenboğa Elektrik, zaman içerisinde güneş enerjisinin geleneksel enerji kaynaklarının yerini alacağına inanmakta ve yaşanabilir çevre için güneş enerjisine yatırım yapmaktadır. Şirket bu amaçla yeni güneş santrali alımları yaparak büyümeye devam etmiş ve mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkarmıştır.

- Şirket, sermayelerinin tamamı kendisine ait olan 29 adet bağlı ortaklığı aracılığı sahip olduğu yaklaşık toplam 33,8 kWp lisanssız üretim kapasiteli güneş enerji santralleri ile ürettiği elektriğin satışını da gerçekleştirmektedir. Söz konusu santraller 2018 yılında üretime başlamış olup, tüm bu yürütülen faaliyetleri 14 adet personel ile yürütmektedir.
- Şirket'in bağlı ortaklığı Margün Enerji A.Ş. 3.12.2019'da Girişim Elektrik A.Ş.'den 22 şirketi 22.920.000 USD karşılığında satın almış ancak satın alınan şirketlerin tüm borçları satın alma bedelinden düşülecek şekilde bir sözleşme imzalamıştır. 31.12.2019 tarihinde ortaya çıkan 80.835.792 TL'lik negatif şerefiye kar olarak yazılmıştır.
- Şirket'in 5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun kapsamında, Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması ("YEKDEM") kapsamında güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği elektrik enerjisini 10 yıl süresince kwh/13,3 dolar/cent tutardan devlete satış hakkı bulunmaktadır.
- Güneş enerji santralleri kurulu güç kavramı Doğu Akımı ("DC") cinsinden ifade edilmekte olup, Şirket'in güneş enerji santrali kurulu gücü 33,8 MWp'dir. Ancak DC elektrik tüketimde kullanılamamakta ve transformatörler vasıtasıyla şebekeye verilecek elektrik cinsi olan Alternatif Akım ("AC") formuna dönüştürülmek zorundadır. Şirket'in güneş enerji santrallerinin dönüştürülen kullanılabilir elektrik AC çıkış gücü toplamı ise 29,6 MWac seviyesindedir. Güneş

enerji santrallerinde üretilen enerji; güneş enerji panelleri vasıtasıyla Trafo Merkezlerine ("TM") iletilmektedir. TM'ler ise Dağıtım Merkezlerine ("DM") bağlanmaktadır. DM çıkışı da, Bağlantı Noktası ("BN") üzerinden elektriği şebekeye iletmektedir.

- Şirket'in güneş enerji santralleri üretmiş oldukları günlük elektrik miktarı üzerinden üretim gününe ait döviz kuru ile belirlenen tutarı YEKDEM kapsamında bir sonraki ay kesilen fatura ile tahsil etmektedir.
- Esenboğa Elektrik bünyesinde bulunan 29 adet santral 5346 sayılı YEK kanunu, 6094 sayılı Değişiklik Hususunda Kanun, 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletilmektedir. Santral ömrü en az 350 yıl olan tesislerin ilk 10 yıl sonrasında üretecekleri elektrik serbest piyasada satılacaktır.

IV.2 FAALİYET GRUPLARI BAZINDA GELİR DAĞILIMI

- Şirket'in net satışlarının yıllar itibarıyla faaliyet bazında dağılımını gösteren tablo aşağıda yer almaktadır.

NET SATIŞLAR(TL)	31.12.2018	%	31.12.2019	%	30.06.2019	%	30.06.2020	%
Elektrik Üretim	7.584.000	100,0	12.829.595	100,0	5.747.000	100,0	31.228.480	68,8
Enerji Müteahhitliği	-	-	-	-	-	-	14.150.753	31,2
TOPLAM	7.584.000	100,0	12.829.595	100,0	5.747.027	100,0	45.379.233	100,0

- Şirket'in 2019 yılsonu satış gelirleri 2018 yılına kıyasla %69,17 oranında artışla yaklaşık 12,8 milyon TL'ye ulaşmıştır. 2020 yılı ilk 6 aylık dönemi itibarıyla ise Şirket hasılatı, 2019 yılının aynı dönemine kıyasla çok ciddi bir artış göstermiş ve yaklaşık 45,4 milyon TL olarak gerçekleşmiştir. Söz konusu artışın bu oranda yüksek çıkmasında enerji müteahhitliği faaliyet alanının dâhil edilmesi etkili olmuştur.
- Şirket'in ana gelir kalemini oluşturan Elektrik Üretim faaliyetleri 2018 ve 2019 yıllarında istikrarlı artış kaydetmiş olup, 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla da yeni faaliyet alanı ile birlikte de Şirket satış hacmini büyütülmüştür.
- 2017 yılında herhangi bir satış hasılatı bulunmayan Şirket'in elektrik üretim faaliyetine bağlı gelirlerin toplam gelirler içindeki payı 2018 ve 2019 yıllarında %100 iken, 2020 yılının ilk yarısında EPC faaliyetlerinin etkisiyle %69 seviyesinde gerçekleşmiştir. 2020 yılının ilk 6 aylık döneminde Şirket'in satış hasılatının %31'i EPC gelirlerinden oluşmaktadır.

Şirket'in faaliyetleri orta derecede mevsimselliğe tabidir. Şirket'in gelirleri, elektrik tüketimi ve fiyatlar bakımından üçer aylık dönemlerde mevsimsellik göstermektedir. Elektrik tüketimi normalde kış ve yaz aylarında artmaktadır. Benzer şekilde elektrik fiyatları da kışın bazı doğal gaz yakıtlı enerji santrallerinin devre dışı kalmasından yazın da hidroelektrik santrallerin üretimi düştüğünden dolayı arz yetersizliğinden artış göstermektedir. YATIRIMLAR

IV. YATIRIMLAR

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Şirket, güneş elektrik santrallerinin yapım ve üretimlerinin artmaya başlaması ile birlikte avantajlı olduğunu düşündüğü bölgelerde santral yatırımları hazırlığına başlamış ve 2018 yılında bünyesine Ankara bölgesinden 11.434,56 kWp gücünde güneş elektrik santrali satın almıştır. Esenboğa Elektrik ayrıca 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 22.350,46 kWp güneş elektrik santrali alımı yaparak mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkarmış ve sektörde büyümeye devam etmiştir.
- Şirket'in 2017 yılında biten toplam yatırımlarının tutarı 6.176.000 TL iken, 2018 yılında söz konusu yatırım tutarı 52.909.000 TL olarak gerçekleşmiştir. 2019 yılında ise toplam satın alma yatırım tutarı 136.149.384 TL seviyelerinde gerçekleşmiştir.

V. FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Varlıklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.06.2020 Konsolide
Dönen Varlıklar	35.570	1.953.626	21.214.102	43.309.879
Nakit ve Nakit Benzerleri	4.971	46.353	16.689.156	7.704.891
Ticari Alacaklar	-	727.947	3.642.744	10.444.300
Diğer Alacaklar	29.649	590.173	-	3.276
Stoklar	-	-	-	269.822
Peşin Ödenmiş Giderler	-	60.628	91.181	4.969
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	-	-	3.965	835
Diğer Dönen Varlıklar	949	528.525	778.926	24.881.785
Duran Varlıklar	2.454	108.428.259	382.704.778	462.768.344
Diğer Alacaklar	-	219	226.281	1.627
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	-	1.425.000	1.425.000	1.465.000
Maddi Duran Varlıklar	2.454	105.152.077	380.874.427	461.133.277
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	-	79.243	173.237	168.440
Peşin Ödenmiş Giderler	-	1.721.720	5.832	-
Aktif Toplamı	38.023	110.381.885	403.918.880	506.078.223

Kaynaklar (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.06.2020 Konsolide
Kısa Vadeli Yükümlülükler	576	34.095.099	114.992.545	65.190.829
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	88	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	-	15.834.337	27.854.079	39.213.384
Ticari Borçlar	186	17.621.828	75.182.263	2.183.754
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	-	1.942	128.832	264.996
Diğer Borçlar	-	630.405	11.423.008	16.324.914
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	6.431.668
Kısa Vadeli Karşılıklar	-	-	-	43.825
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	390	6.587	404.275	728.288
Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	44.804.701	145.080.011	216.490.117
Uzun Vadeli Borçlanmalar	-	33.693.793	101.709.611	157.449.087
Diğer Borçlar	-	457	-	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	-	-	-	70.340
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	-	11.110.452	43.370.400	58.970.690
Toplam	576	78.899.800	260.072.556	281.680.946
Özkaynaklar	37.448	31.482.084	143.846.324	224.397.277
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	37.448	31.482.084	143.846.324	224.397.277
Ödenmiş Sermaye	50.000	50.000	40.000.000	40.000.000
Birleşme Etkisi	-	17.547.633	17.518.803	17.518.803
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	12.959.027	12.426.215	73.204.192
Diğer Kazanç/Kayıplar	-	-	-	6.057.800
Geçmiş Yıllar Kâr/(Zararı)	(9.585)	(12.552)	1.458.237	70.472.389
Net Dönem Kâr/(Zararı)	(2.967)	937.975	72.443.069	17.144.093
Toplam Kaynaklar	38.023	110.381.885	403.918.880	506.078.223

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2017 Konsolide	31.12.2018 Konsolide	31.12.2019 Konsolide	31.06.2019 Konsolide	31.06.2020 Konsolide
Hasılat	-	7.584.000	12.829.595	5.747.027	45.379.233
Satışların Maliyeti (-)	-	(2.949.259)	(11.201.435)	(6.260.657)	(7.948.753)
Brüt Kâr/(Zarar)	0	4.634.741	1.628.160	(513.630)	37.430.480
Genel Yönetim Giderleri (-)	(2.967)	(117.591)	(491.773)	(155.980)	(934.480)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	-	1.272.675	51.307	30.474	519.344
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-	(7.088)	(104.397)	(14.027)	(72.470)
Esas Faaliyet Kâr/(Zarar)	(2.967)	5.782.737	1.083.297	(653.163)	36.942.874
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	80.838.587	-	11.011.986
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-	-	(15.193)
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kâr/(Zarar)	(2.967)	5.782.737	81.921.884	(653.163)	47.939.667
Finansman Gelirleri	-	4.186.523	782.701	536.501	321.689
Finansman Giderleri (-)	-	(8.070.963)	(12.663.224)	(8.858.081)	(32.659.650)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kârı/(Zarar)	(2.967)	1.898.297	70.041.361	(8.974.743)	15.601.706
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	-	(960.322)	2.401.708	(176.495)	1.542.387
Dönem Kârı/(Zararı)	(2.967)	937.975	72.443.069	(9.151.238)	17.144.093

VI. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

- Şirket enerji sektöründe, yenilenebilir enerji pazarında, güneş enerjisi konusunda yatırım yapmakta ve müteahhitlik hizmeti sunmaktadır.

Dünya Enerji Piyasaları

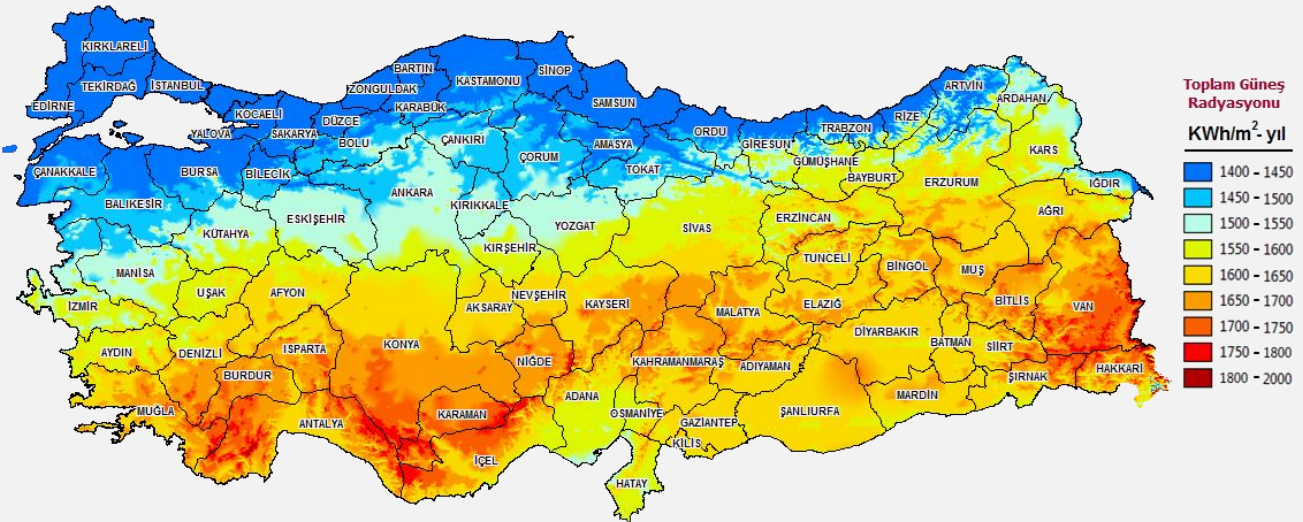
- Elektrik Enerjisi, hidro, kömür, doğalgaz, diğer petrol ürünleri, nükleer fizyon, güneş, rüzgâr, jeotermal, biyo kütle vb. gibi birincil enerji kaynaklarından üretilen ikincil bir enerji çeşididir.
- Elektrik üretimi teorik olarak 1820-1830 yıllarında geliştirilmiş olsa da geniş anlamda kapsamlı üretimler 1880 yıllarında başlamıştır. Elektrik üretiminde başlangıçta hidroelektrik ve kömür santralleri önemli yer edinirken, sonraki aşamalarda doğal gaz santralleri de önem kazanmıştır. Söz konusu 3 teknolojiye ek olarak, 1970'lerden itibaren kurulmaya başlanan nükleer elektrik santralleri ile birlikte geleneksel olarak bu dört teknoloji dünya elektrik üretiminin tamamına yakınına oluşturmıştır.
- Elektrik enerjisi, depolama zorlukları nedeniyle üretildiği anda tüketilmesi gereken, bir başka deyişle talep ve arzın ayna anda oluşmasının gerekli olduğu ve devletler için de son derece yüksek stratejik öneme sahip bir üründür. Bu nedenle elektrik sektörü 1990 yılına kadar dünyada çoğu ülkelerde devlet tekelinde gelişme kaydedebilmiştir. 1990'lı yıllarda söz konusu sektörde özelleştirmeler başlamış ve serbest piyasa oluşmuştur.



- Geleneksel elektrik üretim santrallerinin devasa büyüklüklerinin getirdiği yüksek maliyetlerin yanı sıra elektrik satışlarında fiyat ve talep istikrarında yaşanabilecek sorunlar yüzünden kredi finansmanı oldukça zordur. Bu zorlukları gidermek adına ülkeler, elektrik santrali yatırımı yapacak kurumlara uzun vadeli fiyat ve alım garantisi vermektedir. Söz konusu durum Türkiye için de geçerlidir. 2000'li yıllara geldiğimizde ise elektrik sektöründe serbest piyasanın gelişmiş ülkelerde oldukça yaygınlaştığı görülmektedir. Bu yıllarda gelişen ülkelerde ise serbest piyasa yolunda önemli adımlar atılmıştır. Serbest piyasanın yaygınlaşması ile birlikte, geleneksel teknolojilerle elektrik üretimi için verilen teşvikler ve garantiler zaman içinde azalmış bazı ülkelerde ise tamamen kaldırılmıştır.
- Son 20 yıllık süreçte güneş enerjisi, dünyanın birçok bölgesinde en ucuz enerji kaynağı haline gelmiştir. Uluslararası Yenilenebilir enerji Ajansı ("IRENA") tarafından yayınlanan yeni rapora göre, yenilenebilir kaynakların, fosil yakıtlara dayalı elektrik üretiminden giderek daha ucuz hale geldiği öne sürülmüştür. 2010 yılından itibaren şebeke ölçekli güneş PV gücü %82 ile en keskin maliyet düşüşünü göstermiş olup, bu düşüşü %47 ile yoğunlaştırılmış güneş enerjisi ("CSP") %39 ile onshore rüzgârı ve %29 ile de offshore rüzgârı izlemiştir. Güneş ve rüzgâr enerjisi teknolojilerinin maliyetleri de yıllık bazda düşmeye devam etmektedir.
- Küresel güneş enerjisi sektörü 2019 yılında iki haneli büyüme ile %13 oranında ve 116,9 GW artarak yeni bir yıllık kurulum rekoru kırmıştır. 2019 yılında yeni kurulan kapasitenin %48'i güneş enerjisi, %25'i de rüzgâr enerjisi kaynaklıdır. Böylece güneş enerjisinin dünya enerji üretimindeki payı %2,6'ya yükselmiştir. Energywacth Group tarafından hazırlanan rapora göre 2050 yılında dünyada güneş enerjisi ile üretilen enerjinin tüm birincil enerji kaynakları içerisindeki payının %69'a yükselmesi beklenmektedir.

Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli

- Türkiye'nin coğrafi konumu güneş enerjisi potansiyeli bakımından oldukça verimli bir alana sahiptir. Türkiye'nin Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlası'na ("GEPA") göre, yıllık toplam güneşlenme süresinin 2.741 saat/yıl(günlük toplam 7,5 saat), yıllık toplam gelen güneş enerjisinin 1.527 kWh/m² (günlük toplam 4,2 kWh/m²) olduğu tespit edilmiş olup, güneş enerjisi potansiyeli 380 milyar kWh/yıl olarak hesaplanmaktadır. Aşağıda Türkiye'nin GEPA'sının bulunduğu görsel yer almaktadır.



- Söz konusu haritada da görüldüğü üzere, güneyden kuzeye doğru gidildikçe güneşlenme potansiyeli azalmaktadır. Karadeniz Bölgesi, coğrafi konum ve yağmurlu gün sayısının fazla olması nedeniyle en az güneş ışığı alan bölge konumundadır. Marmara ve Ege bölgeleri orta değerlerde ışık alırken, İç Anadolu, Doğu Anadolu, Akdeniz ve Güneydoğu Anadolu yüksek değerlerde güneş ışığı alan bölgelerdendir.
- Söz konusu bölgelerde güneş enerjisi yatırımı yapmak daha verimli olup, yatırım maliyetlerinin geri dönüş süresi diğer bölgelere kıyasla daha kısa sürmektedir. Aşağıdaki tabloda bahse konu bölgelerin güneş ışığı değerleri bulunmaktadır.

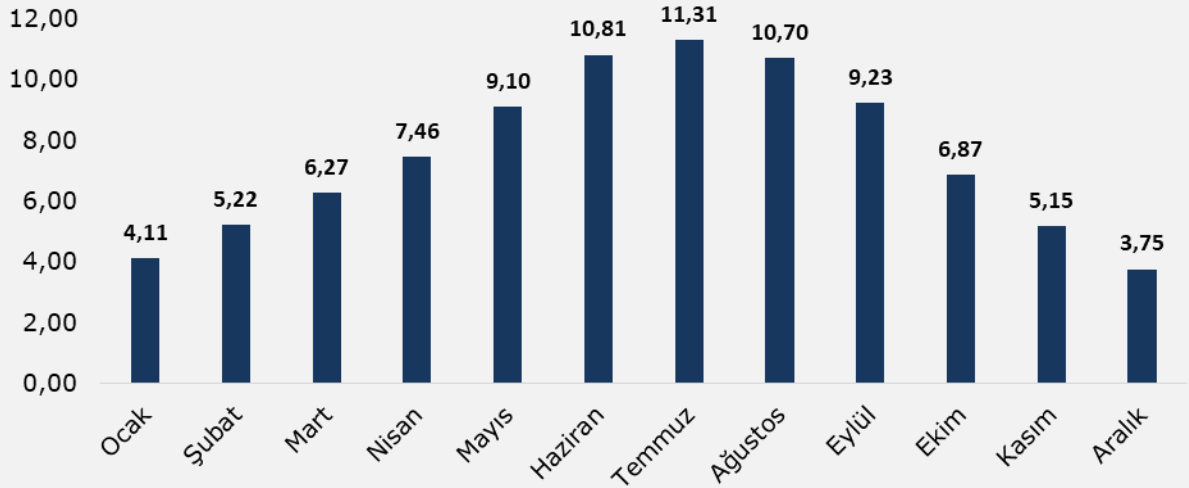
Türkiye'nin Yıllık Toplam Güneş Enerjisi Potansiyelinin Bölgelere Göre Dağılımı		
Bölge	Toplam Güneş enerjisi (kWh/m²-yıl)	Güneşlenme Süresi (Saat/Yıl)
G.Doğu Anadolu	1.460	2.993
Akdeniz	1.390	2.956
Doğu Anadolu	1.365	2.664
İç Anadolu	1.314	2.628
Ege	1.304	2.738
Marmara	1.166	2.409
Karadeniz	1.120	1.971

- Güneşlenme süreleri bölgelere göre değişiklik gösterdiği gibi aylara göre de farklılıklar göstermektedir. Türkiye güneş ışınım değerlerine göre 4 farklı kuşağa ayrılmaktadır. En verimli kuşak 1. kuşak olup, yapılan çalışmalar bölgeler arasında çok büyük bir farklılığın olmadığını ve Türkiye'nin genel olarak güneşlenme potansiyelinin yüksek olduğunu göstermektedir. Güneş enerjisinde öncü olan Almanya'da dahi en fazla ışınım yıllık 1200 kWh/m²'ken Türkiye'nin en az ışınım alan bölgesi olan Karadeniz bölgesiyle de hemen hemen aynıdır. Buna rağmen Türkiye'de güneş enerjisinden sağlanan faydanın oldukça düşük olduğu görülmektedir.
- Enerji sektöründe gelebilecek talebin tahmin edilmesi diğer sektörlerle nazaran oldukça önem arz etmektedir. Yüksek bedelli ve uzun vadeli enerji yatırımlarının kârlılığı ile uzun yıllar süren uluslararası enerji anlaşmaları ile yapılan enerji ithalat miktarları, talep tahminlerine göre belirlenmektedir. Talep tahminlerinde yaşanabilecek sapmaların büyüklüğü, yatırımcı açısından zarara, ülke açısından ekonomik kayıplara, planlama ve enerji politikalarında başarısızlıklara neden olabilmektedir.
- 5346 sayılı YEK kanunu ile getirilen Elektrik Alım Teşviki, 6094 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun kapsamında kaynak bazında teşvike dönüştürülmüştür. 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu kararına göre YEK destekleme mekanizmasına tabi üretim santrallerinin son işletmeye giriş tarihlerinin 31.12.2015'ten 31.12.2020 tarihine uzatılması sayesinde Şirket, 31 Aralık 2020 tarihinden önce geçici kabulü yapılacak olan ve aşağıda belirtilen Yenilenebilir Kaynaklara dayalı elektrik üretim santralleri için tabloda yer alan teşvik tutarlarından 10 yıl süre ile faydalanabilecektir.

Yenilenebilir Enerji Kaynak Türü	Uygulanacak Fiyatlar (USD cent/kWh)
Hidroelektrik	7,3
Rüzgar	7,3
Jeotermal	10,5
Biyokütle	13,3
Güneş	13,3

- Esenboğa Elektrik bünyesinde bulunan 29 adet santral de yukarıda bahsi geçen düzenlemeler ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde projelendirilerek inşa edilmiş olup, kabulü yapılmış ve işletmesi yapılmaktadır. Söz konusu santrallerin geçici kabul tarihinden itibaren 10 yıl boyunca ürettiği elektrik 13,3 dolar cent/kWh fiyatla sisteme satılacaktır. Santrallerin ömrü en az 50 yıl olup, ilk 10 yıl sonrasında üretilen elektriğin satışı serbest piyasada gerçekleştirilecektir.
- Türkiye, güneş enerjisinden elektrik üretimi konusunda oldukça avantajlı bir konuma sahip bulunmaktadır. Enerji ve tabii kaynaklar bakanlığı tarafından hazırlanan Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlasına ("GEPA") göre, yıllık toplam güneşlenme süresi 2.741 saat/yıl (günlük ortalama 7,5 saat), yıllık toplam gelen güneş enerjisi 1.527 k'h/m² yıl (günlük ortalama 4,18 kWh/ m² gün) olduğu tespit edilmiştir.

Türkiye Güneşlenme Süreleri (saat)



- Şirket'in sahip olduğu güneş enerjisi santrallerinin kurulu gücü 2020 yılı ilk yarısı itibarıyla 5.986,8 MW'ı lisanssız, 179,8 MW da lisanslı olmak üzere toplam 6.166,6 MW'a ulaşmıştır. Ülkemizdeki toplam kurulu güç içerisindeki payı da %6,7 düzeyindedir.

VII. DEĞERLEME

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Şirket'in Halka Arz İzahnamesi'nden ve Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Metro Yatırım") tarafından 08 Eylül 2020 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Esenboğa Elektrik Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") maliyet (aktif) yaklaşımlarından değerlendirme yöntemi olarak Net Varlık Değeri yöntemi, pazar (piyasa) yaklaşımlarından Piyasa Çarpanları Analizi yöntemleri kullanılmış olup, bu analizler kabul görmüş değerlendirme yöntemleridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır. Söz konusu Fiyat Tespit Raporu hazırlanırken Şirket'in 2017-2018-2019 yılsonu ile 2019 ve 2020 yılları ilk 6 aylık özel bağımsız denetimden geçmiş finansal sonuçları kullanılmıştır.

VII.2. PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'nda "Piyasa Çarpanları Analizi" yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplanmasında, aşağıdaki oranların kullanıldığı ifade edilmiştir.

- ✓ "Piyasa Değeri / Defter Değeri" (PD/DD)
- ✓ "Fiyat / Kazanç" (F/K)
- ✓ "Firma Değeri / FAVÖK" (FD / FAVÖK)

Şirket'in ana faaliyet konusu müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapmak ve elektrik üretimi gerçekleştirmektir. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda,

- BIST Yıldız Pazar Grup-2
- Yurtiçi Benzer Şirketler
- BIST - İnşaat-Bayındırlık Sektörü
- Yurtdışı Benzer Şirketlerin,

07 Eylül 2020 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, söz konusu değerlendirme yönteminde, BIST Yıldız Pazar Grup-2'nin Şirket'in halka arz sonrasında işlem göreceği pazar olması nedeniyle, yurtiçi benzer şirketler, BIST-İnşaat-Bayındırlık Sektörü şirketleri ve yurtdışı benzer şirketlerin ise Esenboğa Elektrik'in faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirme çalışmasına dâhil edildiği belirtilmiştir.

Söz konusu Analizde piyasa çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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

*Net kar, 30.06.2019-30.06.2020 yıllıklandırılmıştır. Ancak 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 muhafazakârlık adına değerlendirme harici tutulmuştur. Bu kalem zaten FAVÖK hesaplamasına dâhil olmamaktadır.

**30.06.2020 tarihine ilişkin veridir.

***FAVÖK hesaplamasında, esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemleri arzi olduğundan hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu'nda, Şirket için BIST Yıldız Pazar Grup-2, Yurtiçi Benzer Şirketler, BİST İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve yurtdışı benzer şirketlerin 07 Eylül 2020 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerlerinin yer aldığı tablo aşağıda bulunmaktadır.

Çarpanlar (Medyan)						
	PD / DD	FD / FAVÖK	F/K	Medyan Şirket Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Değer (TL)
BIST Yıldız Pazar Grup-2	1,92	9,43	17,09	305.907.807	25%	76.476.952
Yurtiçi Benzer Şirketler	2,17	18,75	1204,6	546.028.552	25%	136.507.138
BIST-İnşaat-Bayındırlık Sektörü	1,68	6,14	37,63	376.987.425	25%	94.246.856
Yurt Dışı Benzer Şirketler	3,26	9,86	60,17	731.535.123	25%	182.883.781
Ortalama Şirket Değeri (TL)						490.114.727

Yukarıdaki tabloda da yer aldığı üzere, Şirket değerinin hesaplamasında medyan kullanılmış olup, Pazar ve sektörlerin verdiği değerler eşit ağırlıklandırılmıştır. FD/FAVÖK Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplamaya dâhil edilmiştir.

Raporda BIST Yıldız Pazar Grup baz alınarak yapılan analizde mali sektör şirketleri ile mükerrer işlem olmaması adına yurtiçi benzer şirketler ve BIST-İnşaat-Bayındırlık Sektörü şirketlerinin hariç tutulduğu belirtilmiştir. Ayrıca yurt içi benzer şirketlerin seçiminde enerji üretimini ağırlıklı olarak yenilenebilir kaynaklar üzerinden sağlayan şirketler seçilmiş ve Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş., Ayen Enerji A.Ş., Bomonti Elektrik Mühendislik Müşavirlik İnşaat Turizm ve Ticaret A.Ş., Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. ve Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş. benzer şirketler olarak analize dâhil edilmiştir. Ancak yurt içi benzer şirketler baz alınarak yapılan analizde F/K oranında sadece iki şirket değer verdiği, bu değerlerin de uç değer statüsünde olduğu göz önünde bulundurularak F/K oranı hariç olarak medyan şirket değeri hesaplanmıştır.

Rapor'da Oran Analizi yöntemiyle, Esenboğa Elektrik için tüm rasyolarının verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre piyasa değeri 490.114.727 TL'lik olarak hesaplanmıştır.

VII.3. NET VARLIK DEĞERİ YÖNTEMİ İLE PİYASA DEĞERİ TESPİTİ

Rapor'da Maliyet Yaklaşımı yöntemi UDS 105 değerlendirme yaklaşımları ve yöntemleri standardının 70.2. veya 70.3. nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle işletmelerin değerlemesinde sıklıkla kullanılan bir yöntem olmadığı belirtilmiştir. Diğer taraftan söz konusu değerlendirme çalışmasında gerek raporun güvenilirliğini artırmak adına ve gerekse son zamanlarda piyasada yaşanan yükselişlerin neticesinde oluşan yüksek piyasa çarpanlarının değerlemeye pozitif etkisini elimine etmek amacıyla değerlendirme çalışmasına belirli oranda dâhil edildiği ifade edilmiştir.

Metro Yatırım tarafından Esenboğa Elektrik için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda 30 Haziran 2020 tarihi itibarıyla 224.397.277 TL olan Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş özkaynak rakamı net varlık değeri olarak alınmasının uygun olacağı ifade edilmiştir.

VIII. SONUÇ

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 (Piyasa Çarpanları %75, Net Varlık Değeri %25 Ağırlık)*	423.685.364	10,59
İskonto Tutarı (%19.75)	83.677.859	
İskontolu Şirket Değeri	340.007.505	8,50

Metro Yatırım tarafından hazırlanan Rapor'da, belirlenen değerlendirme çalışmaları neticesinde Şirket değerinin 423.685.364 TL olarak hesaplandığı ifade edilmiştir. %19,75 oranında uygulanan iskonto sonrasında da iskontolu şirket değeri 340.007.505 TL olarak hesaplanmıştır. Buna birim halka arz fiyatı 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

VIII. GÖRÜŞ

Metro Yatırım tarafından Esenboğa Elektrik için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemleri olan Net Varlık Değeri yöntemi ve Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan pazar ve sektörlere ilişkin şirket verilerinde uç değerlerin analize dâhil edilmemesini doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Ayrıca çarpanların ortalamasının aritmetik ortalama olarak değil de medyan olarak analize dâhil edilmesini de olumlu buluyoruz.

Piyasa arpanları yönteminde, BIST Yıldız Pazar Grup-2, BIST İnaaat ve Bayındırlık sektörünün yanı sıra, enerji üretimini ağırlıklı olarak yenilenebilir kaynaklar üzerinden sağlayan yurt içi ve yurt dışı benzer Şirketlerin çarpanlarının da değerlemeye dâhil edilmesini olumlu buluyoruz.

Şirket değerine ulaŐılırken, piyasa arpanları yönteminin %75, Net Varlık Değerı Yönteminin ise %25 oranında ağırlıklandırılarak hesaplandığı ifade edilmiştir. Söz konusu hesaplamanın daha dengeli bir ağırlıklandırma ile yapılmasının uygun olacağını düşünmekteyiz.

Nihai olarak, Rapor 'da tespit edilen Şirket değerı ve sonrasında ulaŐılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düŐünüyoruz.

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim Şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müŐteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleŐmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kiŐisel görüŐlerine dayanmaktadır. Bu görüŐler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ő. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.