



NATUREL YENİLENEBİLİR ENERJİ TİCARET ANONİM ŞİRKETİ

"FİYAT TESPİT RAPORU" ANALİZİ

TEMMUZ 2019



İÇİNDEKİLER

I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	3
II. ŞİRKET BİLGİLERİ	4
III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ	6
IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM	10
V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM	12
VI. DEĞERLEME	15
VII. GÖRÜŞ ve SONUÇ	19

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 Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (kısaca "Naturel Enerji" 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 izahnameyi 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	■ 25.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	■ 33.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 8.000.000 TL nominal – Sermaye Artırımı ■ 4.000.000 TL nominal - Ortak Satışı*
Halka Arz Şekli	■ Sabit Fiyatla Borsa'da Satış
Halka Arz Fiyatı	■ 5,80 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 69.600.000 TL
Halka Arz Oranı	■ %36,36
Halka Arz Tarihi	■ 01-02 Ağustos 2019
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı	■ 7-8 Ağustos 2019 - Ana Pazar
Konsorsiyum Lideri	■ Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	■ En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat İstikrarı	■ Payların BİAŞ'ta ilk işlem görmeye başladığı günden itibaren 30 gün süreyle fiyat istikrarı uygulanması planlanmaktadır. Bu işlem için ayrılan fon, Yusuf Şenel'in halka arz edeceği 4.000.000 TL nominal değerli payların %10'u olan 400.000 TL nominal değerli payların satışından elde edilecek net gelir ile sınırlandırılmıştır.
Taahhütler	■ Şirket, payların BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca dolaşımdaki pay sayısını artırmayacağını taahhüt etmiştir. ■ Sahip olduğu Şirket paylarını halka arz eden ana ortak Yusuf Şenel payların BİAŞ'ta işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl süreyle de elindeki payları halka arz fiyatının altında satmayacağını taahhüt etmiştir.

* Şirket'in 25.000.000 TL nominal tutarındaki mevcut sermayesinde, halka arz eden Yusuf Şenel'in sahip olduğu 25.000.000 TL nominal değerli payların 4.000.000 TL nominal değerli kısmı halka arz edilecektir.

II. ŞİRKET BİLGİLERİ

- Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. (kısaca "Naturel Enerji" veya "Şirket") 08 Ekim 2009 tarihinde Ramazan Fıstık (%99) ve Bayram Kul (%1) tarafından 100.000 TL sermaye ile "Naturel-1 Enerji ve Makine Sanayi Ticaret Limited Şirketi" unvanı ile Ankara'da kurulmuştur. 2016 yılında Şirket anonim şirkete dönüştürülmüş ve ticaret unvanı Naturel 1 Enerji Ticaret A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket, nihai olarak 31 Ocak 2019 tarihinde unvan değişikliğine gitmiş ve bugünkü unvanını almıştır.
- Naturel Enerji, müşterileri ve kendi adına Anahtar Teslimi Yenilenebilir Enerji Santrali Kurulumu (kısaca "EPC") yapmaktadır. Şirket'in kendi adına kurduğu 21,7 MWp* üretim kapasiteli güneş enerjisi santrallerinin tamamı Ankara'nın muhtelif ilçelerinde bulunmaktadır. (*Megawattpeak)
- Elektrik ve satış gelirlerinin tamamını Ankara'dan elde eden Şirket, elektrik santrali inşaatları kapsamındaki müteahhitlik hizmetlerinde ağırlıklı olarak İç Anadolu Bölgesi'nde faaliyet göstermektedir.

NATUREL ENERJİ TARİHSEL GELİŞME	
2009	Naturel Enerji'nin kuruluşu
2012	Ramazan Fıstık %99 oranında sahip olduğu hissesini Yusuf Şenel'e, Bayram Kul da %1 oranında sahip olduğu hissesini Ebru Şenel'e devretmiştir.
2014	Ebru Şenel %1 oranına tekabül eden hisselerinin tamamını Yusuf Şenel'e devretmiştir.
2009-2015	Şirket bu dönemde müşterileri adına enerji projeleri hazırlarken, enerji projelerinin müteahhitliğini de gerçekleştirmeye başlamıştır.
2016-2018	Kendi adına üretim yapmak üzere 21,7 MW kapasiteli Güneş Enerjisi Santrali'ni (kısaca "GES") kurmuştur. Aynı dönemde müşterileri adına da yaklaşık 18,3 MW kapasiteli GES yapımını tamamlamıştır.

- Naturel Enerji'nin halka arz öncesi mevcut ve halka arz sonrası oluşacak ortaklık yapısı aşağıda yer almaktadır.

Naturel Enerji Ortaklık Yapısı				
Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası	
Ortak Unvanı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Sermaye Payı
Yusuf Şenel	25.000.000	100,00%	21.000.000	63,64%
Halka Açık	-	-	12.000.000	36,36%
Toplam	25.000.000	100,00%	33.000.000	100,00%

- Naturel Enerji, herhangi bir gruba dâhil olmamakla birlikte, hâlihazırda Şirket'in tek ortağı Yusuf Şenel'in farklı sektörlerde ortak kontrole tabi %100 oranında payına sahip olduğu firmalar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Firma Adı	Devir Tarihi	Devir Alan	Açıklama
Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	24.12.2018	Yusuf Şenel	Kurulduğu tarihten devir tarihine kadar %50 hissesi Naturel Enerji'ye ait olmuştur. 2017 ve 2018'de santral malzeme alımlarında kullanılmıştır.
CL Naturel Mühendislik Yatırım San. ve Tic. A.Ş.	24.12.2018	Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
Cp Elektrik Yatırım San. ve Tic. A.Ş.	24.12.2018	Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
CL Naturel Hayvancılık San. ve Tic. A.Ş.	24.12.2018	Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
Bosphorus Uluslararası Ticaret ve Lojistik A.Ş.	24.12.2018	Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
CL Naturel İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	24.12.2018	Naturel Savunma Sanayi Teknolojileri A.Ş.	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
Naturel 1 İnşaat San. ve Tic. A.Ş.	24.12.2018	Yusuf Şenel	Yatırım amaçlı kurulan gayri faal bir şirkettir.
We Data Bilişim San. ve Tic. A.Ş.	-	-	Kurulduğundan itibaren %100 hissesi Yusuf Şenel'e aittir. Naturel Yenilenebilir Enerji Tic. A.Ş. ile hiç ortaklığı olmamıştır.

- Enerji santrallerinin projelendirme ve yapımını gerçekleştiren Şirket'in enerji üretimi alanında faaliyet gösteren 13 bağlı ortaklığı bulunmaktadır.

	Bağlı Ortaklık Unvanı	Sermaye (TL)	Sermaye Payı/Oy Hakkı
1	Energes 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100
2	Energes 9 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	250.000	%100-%100
3	Berrak Ges 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100
4	Margün Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.**	50.000	%100-%100

5	Margün 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş.**	50.000	%100-%100
6	Angora Elektrik Üretim A.Ş.*	50.000	%100-%100
7	Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.*	50.000	%100-%100
8	Snl Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	200.000	%100-%100
9	Ysf Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	200.000	%100-%100
10	Saf Akçe Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100
11	Agâh Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100
12	Ulus Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100
13	Margün 13 Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	50.000	%100-%100

*Çatı şirketi konumunda kurulmuş şirketlerdir.

**Gayri faal konumdaki şirketlerdir.

III. ŞİRKET'İN FAALİYETLERİ

- Naturel Enerji'nin ana faaliyet konusu, "müşterileri ve kendi adına yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretmek amacıyla; elektrik üretim santralleri kurulması, kurulan santrallerin işletilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ticaretinin yapılması" olarak belirlenmiştir.
- Şirket'in faaliyetleri iki başlık altında sınıflandırılmaktadır.

1. Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği EPC (taahhüt)

- Bu kapsamda müşterilere sunulan hizmetler şu şekildedir.
 - Yer seçimi ve lisans alım hizmetleri
 - Proje geliştirme ve mühendislik hizmetleri
 - Arazi edinimi hizmetleri
 - Meteorolojik ölçüm hizmetleri
 - Santral bileşenleri temini
 - EPC hizmetleri
 - İletim ve dağıtım şebekeleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri
 - Şalt sahaları, trafo merkezleri ve dağıtım merkezleri mühendislik ve taahhüt hizmetleri
 - Şebeke bağlantı hizmetleri
- Şirket faaliyete başladığı ilk yıllarda rüzgâr enerji santrali ölçüm istasyonları kurulumu, lisans geliştirmesi, kurulan ölçüm istasyonlarının takibi hizmetlerini vermiştir. 2009-2015 yılları arasında Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu (kısaca "EPDK") tarafından 2015 yılında verilecek lisanslara hazırlık için Türkiye'nin 55 bölgesinde ölçümler yapmıştır. 2015 yılında rüzgâr enerjisine dayalı ön lisans için EPDK'ya Türkiye genelinde 1.096 adet başvuru yapılmış olup, bunun 42 adedi Naturel Enerji'nin müşterileri adına yaptığı başvurulardır. Türkiye genelinde yapılan başvuruların toplam gücü 42.274 MW iken, Şirket'in 42 başvurusunun toplam gücü 745,90 MW'dır. Şirket'in ayrıca EPDK tarafından ihalesi 2018 yılından Nisan 2020'ye ertelenen toplam kurulu gücü 2.000 MW olan Rüzgâr Enerji Santrali (kısaca "RES") projesi için 290 MW gücünde 7 adet ön lisans başvuru hazırlığı mevcuttur.
- Naturel Enerji, kendi yatırımları dışında 2016 yılı sonrasında diğer proje sahiplerine de anahtar teslim kurulum hizmetleri vermeye başlamıştır. Bu kapsamda Türkiye'de ve yurtdışında güneş enerjisi projelerine kurulum hizmetleri vermeye devam etmektedir.

-
- 29 Aralık 2010 tarih ve 6094 sayılı “Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun” ile kaynak bazında teşvik mekanizması getirilmiştir. Önceleri müteahhitlik alanına yoğunlaşan Şirket, teşvikler ile enerji yatırımlarının cazip olmaya başlamasıyla elektrik üretimi alanında da çalışmalarına başlamıştır.
 - Ayrıca, 12 Mayıs 2019 tarihli yeni Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği ile getirilen mahsuplaşma sistemi sayesinde çok yüksek oranda öztüketim amaçlı çatı güneş tesisi kurulması söz konusu olup, Naturel Enerji bu iş kolundan da önemli gelirler beklemektedir.
 - 5346 sayılı “Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanun (kısaca “YEK”) yayınlandığı tarihten itibaren Ankara bölgesinde kurulu GES gücünün yaklaşık %11’i, Türkiye genelinde ise %0,79’u Naturel Enerji’nin kurmuş olduğu lisanssız GES’lerden oluşmaktadır.
 - Yeşilirmak Enerji Dağıtım A.Ş. (kısaca “YEDAŞ”) dağıtım bölgesi olan Samsun sınırları içerisinde bulunan toplam güneş enerjisi santrali kapasitesinin %32’lik kısmı 2017 yılında müşterileri adına Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir.
 - Çoruh Başkent Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca “EDAŞ”) dağıtım bölgesinde Gümüşhane ili Köse ilçesi sınırında Naturel Enerji tarafından müşterileri adına bölgenin ilk güneş enerjisi santrali kurulmuştur. Şehirdeki konutların elektrik ihtiyacının %2,5’lik kısmı Şirket tarafından kurulan santral ile sağlanmaktadır.
 - Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş. (kısaca “TEDAŞ”) dağıtım bölgesinde Adıyaman sınırları içerisinde 2 MW gücündeki ve Enerjisa dağıtım bölgesinde Çankırı sınırları içerisinde 1 MW gücündeki GES kurulumları da müşterileri adına Şirket tarafından gerçekleştirilmiştir.

2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

2.1. Naturel Enerji Güneş Santral Yatırımları

- Naturel Enerji, yenilenebilir enerji türlerinden biri olan güneş enerjisi üretimi alanına yatırım yapmaktadır.
- Şirket, sermayelerinin tamamına sahip olduğu, iki adet bağlı ortaklığı (Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.-“Esenboğa Elektrik” ve Angora Elektrik Üretim A.Ş.-“ Angora Elektrik”) ile toplam 21.718 KWp* lisansız üretim kapasitesine sahip güneş enerjisi santralleriyle elektrik üretimi gerçekleştirmekte ve satmaktadır. Şirket tüm bu faaliyetlerini 26 adet personel ile yürütmektedir. (*Kilowattpeak-GES’lerde panel kurulu gücü*)
- Naturel Enerji, Esenboğa Elektrik ve Angora Elektrik’in altında bulunan dolaylı bağlı ortaklıklarına ait çağrı mektuplarına istinaden lisansız olarak üretim yapmaktadır.
- YEK ile getirilen Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması (kısaca “YEKDEM”) kapsamında güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği elektrik enerjisinin 10 yıl süresince 13,3 Amerikan Doları cent (kısaca “UScent”)/KWh’den devlete satılmasına olanağı getirilmiştir. Bu yönetmelik çerçevesinde Türkiye’de 2018 yılsonu itibarıyla yaklaşık 5.063 MW gücünde güneş santrali devreye alınmıştır.
- Naturel Enerji bünyesinde bulunan 19 adet santral de, yukarıda belirtilen 5346 sayılı YEK, 6094 sayılı değişiklik hususunda kanun, 18 Kasım 2013 tarihli Bakanlar Kurulu kararı ve Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde projelendirilmiş, inşa edilmiş, kabulü yapılmış ve işletmesi yapılmaktadır. Bu santrallerin, ömrü 25 yıl olup ilk 10 yıl sonrasında üretilen elektrik serbest piyasada satılacaktır.

- GES'ler için kurulu güç kavramı Doğru Akım (kısaca "DC") cinsinden ifade edilmekte olup, Şirket'e ait GES'in kurulu gücü 21,7 MWp'dir. Ancak doğru akım elektrik tüketiminde kullanılmamakta ve transformatörler vasıtasıyla şebekeye verilecek elektrik cinsi olan Alternatif Akım (kısaca "AC") formuna dönüştürülmek zorundadır. Naturel Enerji'nin GES santrallerinin dönüştürülmüş kullanılabilir elektrik AC çıkış gücü toplamı ise 18,6 MWac seviyesindedir.

ANGORA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş. ALTINDA BULUNAN SANTRAL BİLGİLERİ			
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	2.664,00
Saf Akçe Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Karacalar Köyü	3.576,96	2.997,00
Ulus Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Karacalar Köyü	3.576,96	2.997,00
TOPLAM		10.283,76	8.658,00

ESENBOĞA ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş. ALTINDA BULUNAN SANTRAL BİLGİLERİ			
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	2.997,00
Snl Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Akyurt İlçesi Yeşiltepe Mah.	3.576,96	2.997,00
Margün 13 Enerji Ürt. San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kızılcahamam İlçesi Pazar Mah.	1.170,24	999,00
Energes 1 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990,00
Energes 9 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990,00
Berrak Ges 1 Enerji San. Ve Tic. A.Ş.	Ankara İli Kazan İlçesi Çalta Mah.	1.036,80	990,00
TOPLAM		11.434,56	9.963,00

- Şirket'in 13 adet bağlı ortaklığı olmakla birlikte, Margün Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş. ile Margün 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş. gayri faal durumdadır.
- Bağlı ortaklıkların faaliyet gösterdiği araziler Naturel Enerji'ye ait olup, Şirket bu arazileri bağlı ortaklıklarına kiralamaktadır.

2.2. GES'lerde üretilen enerji

- GES sisteminde, güneş enerjisi panelleri vasıtasıyla üretilen enerji Trafo Merkezlerine (kısaca "TM") iletilmekte, TM'ler ise Dağıtım Merkezlerine (kısaca "DM") bağlanmaktadır. DM çıkışı, Bağlantı Noktası (kısaca "BN") üzerinden şebekeye elektriği vermektedir.
- Şirket, Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde GES santrallerinden elektrik üretimi yaparak devlete satmaktadır.
- Şirket'in net satışlarının dağılımı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

NET SATIŞLAR (TL)	Mar.19	%	Mar.18	%	Ara.18	%	Ara.17	%	Ara.16	%
Elektrik Üretim	3.847.031	16,4	121.239	1,6	14.074.371	68,0	1.590.279	3,6	-	-
Enerji Müteahhitliği	19.584.018	83,6	7.645.363	98,4	6.629.268	32,0	60.708.271	97,5	11.380.567	100,0
TOPLAM	23.431.049	100,0	7.766.602	100,0	20.703.639	100,0	62.298.550	100,0	11.380.567	100,0

- Şirket'in elektrik üretim faaliyetine bağlı gelirlerinin toplam gelirler içerisindeki payının zaman içinde arttığı görülmektedir. 2017 yılında %3 düzeyinde olan elektrik üretimi gelirlerinin payı, 2018 yılında %68'e yükselmiştir.

3. Yatırımlar

- Şirket, 2009-2015 yılları arasında, enerji projeleri geliştirme, enerji projelerinin lisans süreçlerinin takibi ve sonuçlandırılması, rüzgâr santralleri için rüzgâr ölçüm istasyonları kurulumu gibi alanlarda çalışmalarını yoğunlaştırmıştır. 2016 yılı ile birlikte, güneş enerjisi santrallerinin yapım işine ağırlık veren Şirket, aynı yıl içerisinde kendisi için de santral yatırımlarına başlamıştır. Şirket 2017 ve 2018 yılında faaliyete geçen GES'leri uzun vadeli USD ("Amerikan Doları") kredileri ile finanse etmiştir.
- Şirket tarafından 2017 ve 2018 yıllarında tamamlanan ve işletmeye alınan GES'lerin TL bazında maliyetleri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Güneş Enerjisi Yatırımları	İşletmeye Başlama Tarihi	Santral Yapım Maliyeti (TL)
Margün 13 Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	23.06.2017	6.176.000
Agâh Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	22.05.2018	16.549.000
Ulus Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	22.05.2018	19.218.000
Snl Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	22.05.2018	18.383.000
Saf Akçe Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	22.05.2018	17.827.000
Ysf Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	22.05.2018	18.396.000
Energes 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	21.05.2018	5.361.000
Energes 9 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	21.05.2018	5.408.000
Berrak Ges 1 Enerji San. ve Tic. A.Ş.	21.05.2018	5.361.000
2017'de Biten Yatırım Tutarı:		6.176.000
2018'de Biten Yatırım Tutarı:		106.503.000

- Şirket'in yeni GES yatırımı bulunmamaktadır. Bu nedenle yeni elektrik üretim süreci yoktur.

4. Teşvikler

- Şirket'in sahip olduğu GES'lerin, YEKDEM kapsamında ürettikleri elektrik enerjisini 10 yıl süresince 13,3 UScent/KWh'den devlete satış hakkı bulunmaktadır.
- Şirket santrallerinden 1,17 MW'lık Margün-13 2017 Haziran ayından 2027 yılı Haziran ayına kadar, diğer santraller de 2018 Mayıs ayından 2028 Mayıs ayına kadar 10 yıl süreyle yukarıda söz edilen fiyattan satış hakkına sahip bulunmaktadır. Bu sürenin uzatılmasına dair bir bilgi henüz mevcut değildir.

IV. FİNANSAL GÖRÜNÜM

BİLANÇO VARLIKLAR (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
I-DÖNEN VARLIKLAR	10.527.022	19.293.085	17.615.409	35.494.588
NAKİT VE NAKİT BENZERLERİ	6.895.913	1.356.515	695.978	555.762
TİCARİ ALACAKLAR	736.977	5.395.891	7.141.315	28.736.931
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	448.990	19.207	5.729.274	5.565.965
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	287.987	5.376.684	1.412.041	23.170.966
DİĞER ALACAKLAR	804.003	7.601.945	6.042.045	740.215
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	48.750	65.618	5.713.225-	580.409
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	755.253	7.536.327	328.820	159.805
STOKLAR	947.377	57.121	179.122	179.122
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	390.406	2.845.240	1.632.739	1.810.304
DİĞER DÖNEN VARLIKLAR	752.346	2.036.373	1.924.210	3.472.254
II-DURAN VARLIKLAR	30.526.161	73.163.687	247.998.903	251.136.678
FİNANSAL YATIRIMLAR	196.250	500.000	100.000	100.000
TİCARİ ALACAKLAR	-	2.818.259	-	-
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	-	2.818.259	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	-	-	-	-
DİĞER ALACAKLAR	12.854	405.436	539.147	572.502
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	-	-	-	-
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	12.854	405.436	539.147	572.502
YATIRIM AMAÇLI GAYRİMENKULLER	6.388.682	9.335.947	14.594.420	14.594.420
MADDİ DURAN VARLIKLAR	19.107.113	57.311.787	225.956.501	233.583.509
MADDİ OLMAYAN DURAN VARLIKLAR	3.910.490	2.109.945	2.190.844	2.191.198
Şerefiye	3.900.225	2.100.156	2.179.399	2.179.399
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	10.265	9.789	11.445	11.799
PEŞİN ÖDENMİŞ GİDERLER	-	238.704	4.617.991	95.249
ERTELENMİŞ VERGİ VARLIĞI	910.772	443.609	-	-
AKTİF TOPLAMI	41.053.183	92.456.772	265.614.312	286.631.266

KAYNAKLAR (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
III-KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	14.114.899	51.594.728	48.305.662	49.662.368
KISA VADELİ BORÇLANMALAR	-	-	4.385.067	2.009.415
UZUN VADELİ BORÇLANMALARIN KISA VADELİ KISIMLARI	4.320.440	9.672.062	33.007.892	30.124.782
DİĞER FİNANSAL YÜKÜMLÜLÜKLER	121.817	249.705	139.070	205.210
TİCARİ BORÇLAR	7.963.326	36.410.301	6.215.078	9.968.194
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	6.492.277	19.344.063	2.221.604	1.246.289
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	1.472.049	17.066.238	3.993.474	8.721.905
ÇALIŞANLARA SAĞLANAN FAYDALAR KAPSAMINDA BORÇLAR	107.275	1.422.253	127.532	166.187
DİĞER BORÇLAR	-	-	-	286.081
ERTELENMİŞ GELİRLER	1.081.820	3.463.235	3.781.134	3.996.079
KISA VADELİ KARŞILIKLAR	6.353	34.931	17.795	17.287
DİĞER KISA VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	513.868	342.241	632.094	2.889.133
IV-UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	29.577.051	34.184.747	109.566.788	126.908.520
UZUN VADELİ BORÇLANMALAR	18.405.252	32.244.640	81.041.658	94.666.216
TİCARİ BORÇLAR	11.093.155	1.796.119	-	-
İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	-	494.656	-	-
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	11.093.155	1.301.463	-	-
UZUN VADELİ KARŞILIKLAR	78.644	143.988	238.195	115.552
ERTELENMİŞ VERGİ YÜKÜMLÜLÜĞÜ	-	-	28.286.477	32.126.294-
DİĞER UZUN VADELİ YÜKÜMLÜLÜKLER	-	-	458	458
V-ÖZKAYNAKLAR	(2.638.767)	6.677.300	107.741.865	110.060.379
ANA ORTAKLIĞA AİT ÖZKAYNAKLAR	(2.646.672)	6.677.300	107.741.865	110.060.379
ÖDENMİŞ SERMAYE	2.500.000	10.000.000	20.000.000	25.000.000
SERMAYE AVANSI	-	-	3.211.250	274.000
KÂR VEYA ZARARDA YENİDEN SINIFLANDIRILMAYACAK BİRİKMİŞ DİĞER KAPSAMLI GELİRLER VEYA GİDERLER	(245)	26.822	84.989.049	84.372.957
KÂRDAN AYRILAN KISITLANMIŞ YEDEKLER	24.999	169.402	465.064	1.013.087
GEÇMİŞ YILLAR KÂRI/ZARARI	(280.781)	(7.574.080)	(9.435.069)	(1.989.631)
NET DÖNEM KÂRI/ZARARI	(4.890.645)	4.055.156	8.511.571	1.389.966
KONTROL GÜCÜ OLMAYAN PAYLAR	7.905	-	-	-
PASİF TOPLAMI	41.053.183	92.456.775	265.614.315	286.631.267

GELİR TABLOSU (TL)	2016/12	2017/12	2018/12	2018/03	2019/03
	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE	KONSOLİDE
NET SATIŞLAR (HASILAT)	11.380.567	62.298.550	20.703.639	7.766.602	23.431.049
SATIŞLARIN MALİYETİ (-)	(9.053.154)	(52.664.272)	(7.730.425)	(5.658.651)	(5.188.985)
BRÜT ESAS KAR VEYA ZARARI	2.327.413	9.634.278	12.973.214	2.107.951	18.242.064
Genel Yönetim Giderleri	(1.768.337)	(4.413.231)	(6.378.348)	(1.973.996)	(1.385.256)
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri	(181.308)	(199.958)	-	-	-
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-	-	-	-	-
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.914.278	36.373	9.540.954	1.931.443	164.671
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(5.182.412)	(2.731.050)	(1.070.749)	(1.878.028)	(1.452.673)
ESAS FAALİYET KÂRI VEYA ZARARI	(1.890.366)	2.326.412	15.065.071	187.370	15.568.806
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	287	9.164.101	99.296	43.720
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	(3.113)	-	(337.492)	-	(19.455)
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar Kar/Zarar Payları	-	-	-	-	-
FİNANSMAN GİD. ÖNCESİ FAALİYET KÂRI/ZARARI	(1.893.479)	2.326.699	23.891.680	286.666	15.593.071
Finansman Gelirleri	499.034	8.572.878	11.336.353	-	1.660.536
Finansman Giderleri	(3.650.877)	(5.548.675)	(21.068.523)	(1.708.740)	(12.047.632)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ GELİR/GİDERİ	(5.045.322)	5.350.902	14.159.510	(1.422.074)	5.205.975
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	153.557	(1.309.275)	(5.647.939)	57.684	(3.816.010)
Dönem Vergi Gelir/Gideri	(463.962)	(1.509.034)	(882.417)	-	(22.956)
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	617.519	199.759	(4.765.522)	57.684	(3.793.054)
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KÂRI/ZARARI	(4.891.765)	4.041.627	8.511.571	(1.364.390)	1.389.965
DÖNEM KARI VEYA ZARARI	(4.891.765)	4.041.627	8.511.571	(1.364.390)	1.389.965
Pay Başına Kazanç/Kayıp	(1,96)	0,40	0,43	0,07	0,06

V. SEKTÖREL GÖRÜNÜM

1. Dünya Enerji Piyasalarına Genel Bakış

- Elektrik enerjisi, hidro, kömür, doğal gaz, diğer petrol ürünleri, nükleer füzyon, güneş, rüzgâr, jeotermal, biyo kütle vb. gibi primer (birincil) enerji kaynaklarından üretilen sekonder (ikincil) bir enerji türüdür.

- Elektrik üretimi teorik olarak 1820'li-1830'lu yıllarda geliştirilmiş olsa da pratik anlamda geniş kapsamlı üretimler 1880'li yıllarda başlamıştır. İlk olarak kurulan santraller hidroelektrik ve kömür santralleri olurken, daha sonraları doğal gaz santralleri de elektrik üretiminde önemli rol oynamıştır. Bu üç teknolojiye ek olarak 1970'li yıllardan itibaren nükleer elektrik santralleri kurulmaya başlanmıştır. Geleneksel olarak bu dört teknoloji dünya elektrik üretiminin tamamını oluşturmaktadır.
- Elektrik enerjisi, depolama zorlukları sebebiyle üretildiği anda tüketilmesi gereken bir başka deyişle, talep olduğu anda arzında hazır olması gerektiği bir üretim yöntemine sahiptir.
- Geleneksel elektrik üretim santrallerinin devasa büyüklükleri, çok büyük yatırım tutarları ve elektrik satışında karşılaşılabilecek fiyat istikrarı ve talep istikrarı gibi sorunlar yüzünden kredi finansmanı zor olmaktadır. Bu zorlukları gidermek amacıyla devletler elektrik santrali yatırımı yapacak olan firmalara uzun dönemli fiyat ve satın alma garantisi vermektedir. Bu durum Türkiye için de geçerlidir.
- 2000'li yıllarla birlikte elektrik sektöründe serbest piyasa sistemi yaygınlaşmış, geleneksel teknolojiler için verilen teşvikler ve garantiler serbest piyasa sürecinde azalmış veya hiç verilmemeye başlanmıştır.
- 1990'lı yılların ortalarında temiz ve yenilenebilir enerji kaynağı olan rüzgâr santralleri ve 2000'li yıllarda güneş santralleri kurulmaya başlanmıştır. Rüzgâr ve güneş santralleri, başta Almanya olmak üzere gelişmiş ülkelerin sürdürülebilir, daha temiz bir dünya hedefleri doğrultusunda sübvansede edilmektedir.
- Aradan geçen süreçte özellikle güneş enerjisi dünyanın birçok bölgesinde en ucuz enerji kaynağına dönüşmüştür. Son birkaç yılda güneş enerjisi dünya üzerinde en çok kurulumu gerçekleştirilen santral sıralamasında birinci sıraya yükselmiştir. 2017 yılında güneş enerjisinin yeni kurulan santraller içerisindeki payı %38'e, rüzgâr enerjisinin payı %20'ye yükselmiş ve güneş enerjisi 1. sırada, rüzgâr enerjisi de 2. sırada yer almıştır.

2. Türkiye Güneş Enerjisi Potansiyeli

- Türkiye'nin mevcut coğrafi konumu, güneş enerjisi potansiyeli bakımından oldukça verimlidir. Türkiye'nin Güneş Enerjisi Potansiyeli Atlasına (kısaca "GEPA") göre, yıllık toplam güneşlenme süresinin 2.737 saat, yıllık toplam gelen güneş enerjisinin 1.527 KWh/m² olduğu tespit edilmiştir.
- Türkiye'de Güney'den Kuzey'e doğru gidildikçe güneşlenme potansiyeli azalmaktadır. Karadeniz Bölgesi, coğrafi konumu ve yağmurlu gün sayısının fazla olması nedeniyle en az ışınım alan bölgedir. Marmara ve Ege orta değerlerde ışınım alırken, iç Anadolu, Doğu Anadolu, Akdeniz ve Güneydoğu Anadolu yüksek değerlerde ışınım alan bölgelerdir. Bu bölgelere yatırım yapmak daha verimli olup, yatırım maliyetlerinin geri dönüş süresi diğer bölgelere göre daha kısadır. Aşağıdaki tabloda bölgelerin ışınım değerleri gösterilmektedir.

Türkiye'nin Yıllık Toplam Güneş Enerjisi Potansiyelinin Bölgelere Göre Dağılımı		
Bölge	Toplam Güneş Enerjisi (KWh/m ² -yıl)	Güneşlenme Süresi (Saat/yıl)
Güney 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 aylara göre de değişiklik göstermektedir. Türkiye, güneş ışınım değerlerine göre 4 kuşağa ayrılmaktadır. En verimli kuşak 1. kuşaktır. Ancak, yapılan çalışmalar bölgeler arasında çok büyük bir fark olmadığını, Türkiye'nin genel olarak güneşlenme potansiyelinin yüksek olduğunu göstermiştir.
- Güneş enerjisinde önde gelen ülkelerden olan Almanya'nın aldığı en fazla ışınım değeri olan yıllık 1.200 kWh/m², Türkiye'nin en az ışınım alan bölgesi olan Karadeniz Bölgesi'nin ışınım değeriyle hemen hemen aynı seviyelerdedir. Bu açıdan değerlendirildiğinde Türkiye'nin güneş enerjisinden yararlanma oranının oldukça düşük olduğu görülmektedir.
- Türkiye güneş enerjisinden elektrik üretimi için avantajlı bir konuma sahiptir. 2018 yılsonu itibarıyla işletmedeki güneş enerjisi santral sayısı 5.568 adet olup, 4.981,2 MW'ı Lisanssız, 81,8 MW da lisanslı olmak üzere toplamda güneş enerjisi kurulu gücü 5.063 MW'a ulaşmıştır. GES'lerin ülkemizdeki toplam elektrik üretimi içerisinde payı da 7.477,3 GWh ile %2,5'e yükselmiştir.



3. Türkiye'de Güneş Enerjisinden Elektrik Üretimi Mevzuatı ve Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.

- 5346 sayılı 10 Mayıs 2005 tarihli, YEK, tüm yenilenebilir kaynaklar için 5,5 Euro cent/KWh bedel üzerinden alım garantisi getirmiştir. Rüzgâr ve hidrolik kaynakların kullanımında sağlanan artışa rağmen belirlenen teşvik fiyatı başta güneş enerjisi olmak üzere diğer yenilenebilir kaynaklar için yeterli olmadığından, bu alanlarda beklenen gelişmeler sağlanamamıştır.
- Bu nedenle 2011 yılında söz konusu kanunda değişikliğe gidilerek, Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına İlişkin Kanunda Değişiklik Yapılmasına Dair Kanun ile kaynak bazında teşvik mekanizması getirilmiştir.
- Bu kapsamda 31 Aralık 2020 tarihinden önce geçici kabulü yapılacak olan ve aşağıda belirtilen yenilenebilir kaynaklara dayalı elektrik üretim santralleri yine aşağıda belirtilen teşviklerden 10 yıl süre ile faydalanabilecektir.

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

Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği

- 2 Ekim 2013 tarihinde yürürlüğe giren yönetmelik çerçevesinde gerçek veya tüzel kişilerin, bir elektrik tüketim tesisine sahip olmak şartı ile (ev, iş yeri, ticarethane, imalat tesisi vb.) üst sınır 1 MW olmak üzere lisanssız elektrik üretim tesisi kurmak üzere başvurularının önü açılmıştır.
- Bu yönetmelik kullanılarak Türkiye’de Haziran 2019 itibarıyla yaklaşık 5.300 MW güneş santrali devreye alınmış olup, bunların tamamı 10 yıl süre boyunca 13,3 UScent/KWh elektrik alım garantisinden faydalanmaktadır.

Lisanslı Elektrik Üretim Yönetmeliği

- 2 Kasım 2013 tarihli Lisanslı Elektrik Üretim Yönetmeliği diğer teknolojiler gibi lisanslı güneş elektrik santrallerinin de kurulması ve işletilmesini düzenlemektedir.

12 Mayıs 2019 Tarihli Yeni Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği

- Bu yönetmelikle birlikte öztüketim amaçlı çatı güneş projelerinin ürettikleri ancak tüketemedikleri elektriği mahsuplaşma yöntemi ile şebekeye verip, ihtiyaç duyduklarında geri alabilmelerinin önü açılmıştır. Bu yöntem sayesinde önümüzdeki yıllarda çatı güneş proje kurulumlarının artması beklenmektedir.

VI. DEĞERLEME

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

Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Metro Yatırım") tarafından 10 Temmuz 2019'da hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayınlanmış olan "Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmış olup, bu analiz kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden biridir.

Aşağıda, Rapor'da incelenen yöntemler ve bulunan değerlere ilişkin özet bilgi ve tablolar yer almaktadır.

1. İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI ANALİZİ (İNA)

Metro Yatırım tarafından hazırlanan "Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu"nda, Naturel Enerji'nin gelirlerinin makroekonomik koşullara bağlı olarak dalgalı bir seyir izlediği ve buna bağlı olarak Naturel Enerji'nin geleceğe yönelik faaliyetlerine ve finansal durumuna ilişkin projeksiyonların yapılmamış olduğu ve tahminlerin halka arz dokümanları içerisinde yer almadığı ifade edilmiştir. Bu nedenlere bağlı olarak indirgenmiş nakit akımları analizine yönelik herhangi bir değerlendirme çalışması yapılmadığı vurgulanmıştır.

2. PİYASA ÇARPANLARI ANALİZİ

Naturel Enerji Fiyat Tespit Raporu'nda; "Pazar Yaklaşımı" adı da verilen "Piyasa Çarpanları Analizi" yöntemi kullanılmıştır. Şirket'in faaliyet gösterdiği sektör de göz önüne alınarak 08.07.2019 tarihine ait Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat/Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr (FD/FAVÖK) olmak üzere 3 çarpan kullanılmıştır.

Raporda; Naturel Enerji'nin ana faaliyet konusunun "müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapmak ve elektrik üretmek olduğu" gerekçesiyle çarpan analizinde Borsa İstanbul'da işlem gören BİST Ana Pazar şirketlerinin, BİST – Enerji Sektörü şirketlerinin, BİST İnşaat - Bayındırlık Sektörü şirketlerinin ve Yurtdışı Benzer Şirketlerin çarpanlarının kullanıldığı ifade edilmiştir.

Değerleme çalışmasında; Ana Pazar çarpanlarının ortalaması için mevcut şirket sayısının yeterli olması nedeniyle medyan yönteminin kullanıldığı belirtilmiştir. Bununla birlikte diğer sektörler ve şirketlerin ortalamasının hesaplanmasında veri miktarının az olması nedeniyle aritmetik ortalamasının hesaplamalara dâhil edildiği ifade edilmiştir. Aritmetik ortalama alınırken PD/DD çarpanı için 10, F/K ve FD/FAVÖK çarpanı için 40'ın üzerinde ve negatif sonuç veren rasyoların ortalamalara dâhil edilmediği vurgulanmıştır.

Piyasa Çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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 hesaplamaya dâhil edilmemiştir.

BİST Ana Pazar

BİST Ana Pazar şirketlerinin çarpan analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Naturel Enerji'nin faaliyet alanının enerji sektörü olması nedeniyle mali sektör şirketleri hariç tutularak BİST Ana Pazar'da işlem gören 130 şirket hesaplamaya dâhil edilmiştir.

	PD/DD	FD/FAVÖK	FİYAT/KAZANÇ
Medyan	1,17	6,06	8,97
Şirket Değeri (TL)	128.770.643	31.545.838*	101.055.367
Ortalama Şirket Değeri (TL)**	87.123.949		

* Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplamaya dâhil edilmiştir.

** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

BİST Enerji Sektörü

BİST Enerji Sektörü şirketlerinin çarpan analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Rapor'da Borsa İstanbul'da işlem gören enerji şirketlerinden AKENR, AKSEN, ENJSA, ODAS ve ZOREN'in Yıldız Pazar'da işlem gördükleri için değerlendirme harici tutulduğu ifade edilmiştir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
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*	3,4*	8,63*
ODAS*	0,47*	27,67*	-
ZOREN*	1,13*	7,03*	53,12*
Ortalama	2,93	14,12	-
Şirket Değeri (TL)	322.476.910	241.666.132**	-
Ortalama Şirket Değeri (TL)***	282.071.521		

* Uç değerler ile AKENR, AKSEN, ENJSA, ODAS ve ZOREN Yıldız Pazar'da işlem gördükleri için değerlendirme harici tutulmuştur.

** Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplama dâhil edilmiştir.

*** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

BİST İnşaat – Bayındırlık Sektörü

BİST İnşaat - Bayındırlık Sektörü şirketlerinin çarpan analizi aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Rapor'da Borsa İstanbul'da işlem gören söz konusu sektör şirketlerinden ANELE ve ENKAI şirketlerinin Yıldız Pazar'da işlem gördüğü için değerlendirme harici tutulduğu ifade edilmiştir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ANELE*	0,39*	35,89*	24,95*
EDİP	0,20	12,96	2,36
ENKAI*	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 (TL)	109.117.004	49.723.008**	112.471.506
Ortalama Şirket Değeri (TL)***	90.437.173		

* Uç değerler ile ANELE ve ENKAI Yıldız Pazar'da işlem gördükleri için değerlendirme harici tutulmuştur.

** Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplama dâhil edilmiştir.

*** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler

Rapor'da yer alan Yurtdışı Benzer şirket çarpanları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
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 Inc.	0,79	6,64	11,07
Vivint Solar Inc.	3,67	-	-
TerraForm Power Inc.	1,52	16,92	-
Patterm Energy Group Inc.	2,40	17,75	-
Solaria Energia y Medio Ambiente S.A.	3,63	25,89	28,10
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	2,46	32,84	107,48*
Ortalama	2,57	17,76	15,85
Şirket Değeri (TL)	282.946.890	336.468.623**	178.536.781
Ortalama Şirket Değeri (TL)***	265.984.098		

* Uç değerler hesaplama dâhil edilmemiştir.

** Şirket değeri hesaplanırken Şirket'in net borçluluk durumu hesaplama dâhil edilmiştir.

*** Yöntemlerin verdiği sonuçlar eşit ağırlıklandırılmıştır.

3. NİHAİ DEĞERLEME

Rapor'da Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre Şirket'in ortalama piyasa değeri 145.123.348 TL olarak hesaplanmıştır.

Naturel Enerji için yapılan değerleme analizi sonucunda Piyasa Çarpanları Analizi'ne göre halka arz iskontosu öncesi 181.404.185 TL'lik şirket değerine ve 7,26 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Rapor'da Şirket'in birim pay arz fiyatı olan 5,80 TL'nin bu değere göre %20 iskontolu olduğu belirtilmiştir.

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 sektörlerle ilişkin değerler eşit ağırlıklandırılmıştır.

VII. GÖRÜŞ ve SONUÇ

Metro Yatırım tarafından Naturel Enerji için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Söz konusu Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden biri olan Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi'nde baz alınan sektörlerle ilişkin şirket verilerinde uç değerlerin analize dâhil edilmemesini olumlu değerlendiriyoruz. Diğer taraftan, Rapor'da çarpan analizinde Ana Pazar'a dair hesaplamalar dışındaki tüm değer hesaplamalarında ortalama çarpan değerlerinin tespitinde aritmetik ortalama kullanıldığı ifade edilmiş olup, bunun yerine ağırlıklı ortalama ya da medyan (ortanca) yönteminin kullanılmasının analizin hassasiyetini artıracığını düşünüyoruz.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen Şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

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 müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak 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.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayınlanamaz.