

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Naturel Yenilenebilir Enerji Halka Arz Bilgileri

Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	NATEN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Mevcut Ortak Pay Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	1-2 Ağustos 2019
Halka Arz Öncesi Sermaye	25.000.000 TL
Sermaye Artırımı	8.000.000 TL
Ortak Satışı	4.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	33.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	36,4%
Talep Toplama Fiyatı	5,80 TL
Halka Arz Büyüklüğü	69.600.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	145.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	191.400.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 1Ç2019	12,87
FD/FAVÖK 1Ç2019	10,41
PD/DD 1Ç2019	1,32

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 1Ç2019	16,99
FD/FAVÖK 1Ç2019	10,41
PD/DD 1Ç2019	1,22

Özet Bilgi

- Naturel Enerji, 2009 yılında kurulmuş olup merkezi Ankara'dır. Elektrik üreten santrallerinin tamamı Ankara ilçelerinde bulunan Şirket tüm faaliyetlerini 26 personel ile yürütmektedir.
- Naturel Enerji, enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir enerji santralleri yapan EPC (mühendislik, tedarik, kurulum) şirkettir.
- Şirketin faaliyetleri, yenilenebilir enerji müteahhitliği ve yenilenebilir enerji kaynaklarından enerji üretimi olmak üzere iki ana başlık altında sınıflandırılmaktadır.
- Müteahhit firma olarak tüm mühendislik, üretim, montaj ve teslim işlemlerini kendisi üstlenmektedir. Şirket fiili olarak müşterilerine anahtar teslim güneş ve rüzgar enerji santralleri kurmakla beraber, sermayesinin tamamına sahip olduğu şirketler aracılığıyla kendi kullanımı için de enerji santralleri kurmaktadır.
- 2009-2015 yılları arasındaki dönemde enerji projeleri hazırlayan şirket zaman içerisinde enerji projelerinin müteahhitliğini de yapar konuma gelmiştir. Şirket bu dönemde 721,9 MW RES projesi hazırlamıştır. 2016-2018 yılları arasında kendi adına üretim yapmak üzere 21,7 MW güneş enerji santrali yapan şirket aynı dönemde müşterileri adına da yaklaşık 18,3 MW GES yapımını tamamlamıştır.
- Şirket, 2016-2018 yılları arasında Karadeniz Bölgesinde 7,4 MW, İç Anadolu Bölgesinde 30,5 MW, Güneydoğu Anadolu Bölgesinde 2 MW güneş enerji santralini yapımını tamamlamıştır.
- Naturel Enerji, bugüne kadar yurtiçinde kendi için projelendirip yapımını gerçekleştirdiği 21,7 MW dahil olmak üzere toplam 40 MW kadar güneş enerji santralini projelendirerek yapımını ya da sadece projesini geliştirmiş ve santrallerin kurumunu tamamlayarak üretime almıştır. Ayrıca Enerji Nakil Hattı tesislerinin projelendirilmesi, Trafo Merkezi, Şalt Sahası, Dağıtım Merkezi projelendirme ve yapımını üstlenmiştir.
- Naturel Enerji yurtiçinde 21,7 MWp işletmede olan 18,6 MWac kurulu elektrik gücüne sahip santralleri ile sektörde üretim tarafında da yerini almıştır.
- Şirket sermayesini tamamı kendisine ait olan Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ve Angora Elektrik Üretim A.Ş.'nin altında bulunan 13 adet bağlı ortaklıklarına ait lisanslar ile üretim yapmaktadır.
- Naturel Enerji, iki adet alt şirketi ile toplam 21.718 kwp lisansız üretim kapasitesine sahip güneş enerji santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Bu santraller 2017 yılında üretime başlamıştır.
- Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği elektrik enerjisini 10 yıl süresince 13,3 usdcent/kwh'den devlete satış hakkı sağlamıştır. Bu yönetmelik kullanılarak Türkiye'de Haziran 2019 itibarıyla yaklaşık 5.300 MW güneş santrali devreye alınmış ve tamamı 10 yıl boyunca 13,3 dolarcent/kwh elektrik alım garantisinden faydalanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Naturel Enerji Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Edilen Paylar			Halka Arz Sonrası	
Hissedar	Sermaye, TL	Oran	Sermaye, TL	Oran	Halka Arz Edilen Kısım İçindeki Pay	Sermaye, TL	Oran
Yusuf Şenel	25.000.000	100,0%	4.000.000	16,0%	33,3%	21.000.000	63,6%
Sermaye Artırımı			8.000.000	32,0%	66,7%		0,0%
Halka Açık Kısım						12.000.000	36,4%
Toplam	25.000.000	100,0%	12.000.000	48,0%	100,0%	33.000.000	100,0%

Şirketin çıkarılmış sermayesi 25.000.000 TL olup, 3.000.000 TL nominal değerli paylar A grubu, 22.000.000 TL nominal değerli paylar B grubudur. Şirketin işleri ve idaresi Genel Kurul tarafından Türk Ticaret Kanunu hükümlerince seçilecek en az altı, en çok sekiz üyeden oluşan bir Yönetim Kurulu tarafından yürütülür. Yönetim Kurulu üye sayısı 6 veya 7 üyeden oluşması durumunda 3 üyesi A Grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Yönetim Kurulu üye sayısının 8 kişiden oluşması durumunda 4 üyesi A grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Kalan Yönetim Kurul üyeleri B grubu pay sahipleri veya gösterecekleri adaylar arasından seçilir. Olağan ve olağanüstü Genel Kurul toplantılarında hazır bulunan hissedarların veya yetkililerin her bir A grubu pay için on beş oyu, her bir B grubu pay için bir oyu vardır.

Mali Tablolar

Naturel Enerji Gelir Tablosu, TL	2016/12	2017/12	2018/12	2018/03	2019/03	Son 4Ç
Hasılat	11.380.567	62.298.550	20.703.639	7.766.602	23.431.049	36.368.086
Satışların Maliyeti (-)	-9.053.154	-52.664.272	-7.730.425	-5.658.651	-5.188.985	-7.260.759
Brüt Kar/Zarar	2.327.413	9.634.277	12.973.214	2.107.952	18.242.064	29.107.326
Brüt Kar Marjı	20,5%	15,5%	62,7%	27,1%	77,9%	80,0%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-1.768.337	-4.413.231	-6.378.348	-1.973.996	-1.385.256	-5.789.608
Pazarlama Giderleri (-)	-181.308	-199.958				
Esas Faaliyet Karı/Zararı	377.768	5.021.088	6.594.866	133.956	16.856.808	23.317.718
Esas Faaliyet Kar Marjı	3,32%	8,06%	31,85%	1,72%	71,94%	64,12%
FAVÖK	736.282	5.623.320	9.254.013	336.114	17.150.999	26.068.898
FAVÖK Marjı	6,47%	9,03%	44,70%	4,33%	73,20%	71,68%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	2.914.278	36.373	9.540.954	1.931.443	164.671	7.774.182
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-5.182.412	-2.731.050	-1.070.749	-1.878.028	-1.452.673	-645.394
Faaliyet Karı/Zararı	1.890.366	2.326.411	15.065.071	187.371	15.568.807	30.446.507
Faaliyet Kar Marjı	16,6%	3,7%	72,8%	2,4%	66,4%	136,8%
Amortisman	358.514	602.232	2.659.147	202.158	294.191	2.751.180
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler		287	9.164.101	99.296	43.720	9.108.525
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-3.113		-337.492		-19.455	-356.947
Finansman Gideri (Geliri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-1.893.479	2.326.698	23.891.680	286.667	15.593.072	39.198.085
Finansman Gelirleri	499.034	8.572.878	11.336.353		1.660.536	12.996.889
Finansman Giderleri (-)	-3.650.877	-5.548.675	-21.068.523	-1.708.740	-12.047.632	-31.407.415
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	5.045.321	5.350.901	14.159.510	-1.422.073	5.205.976	20.787.559
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	153.557	-1.309.275	-5.647.939	57.684	-3.816.010	-9.521.633
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-463.962	-1.509.034	-882.417		-22.956	-905.373
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	617.519	199.759	-4.765.522	57.684	-3.793.054	-8.616.260
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	4.891.764	4.041.626	8.511.571	-1.364.390	1.389.966	11.265.927
DÖNEM KARI/ZARARI	4.891.764	4.041.626	8.511.571	-1.364.390	1.389.966	11.265.927

Naturel Enerji Bilanço	2016/12	2017/12	2018/12	2019/03
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	10.527.020	19.293.085	17.615.409	35.494.588
Nakit ve Nakit Benzerleri	6.895.913	1.356.515	695.978	555.762
Ticari 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
Diğer 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
Peşin Ödenmiş Giderler	390.406	2.845.240	1.632.739	1.810.304
Diğer Dönen Varlıklar	752.346	2.036.373	1.924.210	3.472.254
Duran Varlıklar	30.526.162	73.346.668	247.998.903	251.136.678
Finansal Yatırımlar	196.250	500.000	100.000	100.000
Ticari Alacaklar		2.818.259		
Diğer Alacaklar	12.854	405.436	539.147	572.502
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	6.388.682	9.335.947	14.594.420	14.594.420
Maddi Duran Varlıklar	19.107.113	57.311.787	225.956.501	233.583.509
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	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
Peşin Ödenmiş Giderler.		238.704	4.617.991	95.249
Ertelemiş Vergi Varlığı	910.772	443.609		
TOPLAM VARLIKLAR	41.053.183	92.456.773	265.614.313	286.631.266
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	14.114.899	51.594.728	48.305.662	49.662.368
Kısa Vadeli Borçlanmalar			4.385.067	2.009.415
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	4.320.440	9.672.062	33.007.892	30.124.782
Diğer Finansal Yükümlülükler	121.817	249.705	139.070	205.210
Ticari 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	1.471.049	17.066.238	3.993.474	8.721.905
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	107.275	1.422.253	127.532	166.187
Diğer Borçlar				286.081
Ertelemiş Gelirler	1.081.820	3.463.235	3.781.134	3.996.079
Kısa Vadeli Karşılıklar	6.353	34.931	17.795	17.287
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	513.868	342.241	632.094	2.889.133
Uzun Vadeli Yükümlülükler	29.577.051	34.184.746	109.566.787	126.908.519
Uzun Vadeli Borçlanmalar	18.405.252	32.244.640	81.041.658	94.666.216
Ticari 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 Vadeli Karşılıklar	78.644	143.988	238.195	115.552
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü			28.286.477	32.126.294
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler			458	458
ÖZKAYNAKLAR	-2.638.767	6.677.300	107.741.866	110.060.379
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	-2.646.672	6.677.300	107.741.866	110.060.379
Ödenmiş Sermaye	2.500.000	10.000.000	20.000.000	25.000.000
Sermaye Avansı			3.211.250	274.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğ. Kap.Gelirler veya Giderler	-245	26.822	84.989.049	84.372.957
Tan. Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayp.	-245	26.822	32.319	198.117
Duran Varlık Değer Artış Fonu			84.956.730	84.174.840
Kardan Ayrılmış Kısıtlanmış Yedekler	24.999	169.402	465.064	1.013.087
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-280.781	-7.574.080	-9.435.069	-1.989.631
Net Dönem Karı/Zararı	-4.890.645	4.055.156	8.511.571	1.389.966
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	7.905			
TOPLAM KAYNAKLAR	41.053.183	92.456.773	265.614.313	286.631.266

Değerleme

- Metro Yatırım, Naturel Enerji'nin halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) metodu kullanmamış sadece Piyasa Çarpanları Analizi metodunu kullanmıştır.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Naturel Enerji özelinde faaliyet gösterilen sektördeki düzenlemelerin nakit akışına olası etkilerini daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- İNA'nın kullanılmamış olmasını değerlendirilmede bir eksiklik olarak addetmekle beraber geleceğe yönelik projeksiyonların izahnamede yer almaması nedeniyle kullanılmamasını anlaşılır buluyoruz.

Piyasa Çarpanları Analizi

Metro Yatırım tarafından Naturel Enerji'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Çarpan analizinde BİST-Ana Pazar, BİST- Enerji Sektörü, BİST- İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve yurtdışı benzer şirketlerinin 8 Temmuz 2019 tarihi itibarıyla hesaplanan çarpanlar kullanılmıştır.

Çarpan Analizi'nde, Ana Pazar çarpanları ortalaması için yeterli sayıda örnek bulunduğu Medyan kullanılırken diğer sektör ve şirketlerin ortalaması alınırken az veri olduğundan ötürü aritmetik ortalama kullanılmıştır. Aritmetik ortalama alınırken, PD/DD için 10'un, F/K ve FD/FAVÖK için 40'ın üzeri ve negatif sonuç veren rasyolar aşırı uç kabul edilmiş ve ortalamalara dâhil edilmemiştir.

Ayrıca Metro Yatırım, Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler büyüklük olarak Naturel Enerji'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için çarpan analizine dâhil etmemiştir.

Çarpan değerlendirmesinde kullanılan şirkete ait yıllıklandırılmış net kar hesabında 2018 yılında kaydedilen yatırım amaçlı gayrimenkullere ait değer kazancı tek seferlik olmasından dolayı F/K çarpanında hesaplanan değerde yukarı yönlü sapmaya neden olmuştur. Şirketin yıllıklandırılmış net karı 11.265.927 TL iken 9.164.101 TL değer artış karını düştüğümüzde olağan faaliyetlerden elde edilen net kar 2,1 milyon TL'ye gerilemektedir. Ayrıca PD/DD çarpanında kullanılan özkaynak 110,1 milyon TL'lik özkaynak tutarının 84,2 milyon TL'si duran varlık değer artış fonundan kaynaklanmaktadır. Bu sebeple FD/FAVÖK çarpanından bulunan değer ile PD/DD ve F/K çarpanlarından hesaplanan değer arasında oldukça yüksek farklılıklar bulunmaktadır.

a) BİST- Ana Pazar

Metro Yatırım, Şirket'in halka arz sonrasında Ana Pazar'da işlem göreceği Pazar olması nedeniyle çarpan analizine dahil etmiş olup Naturel Enerji'nin faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri hariç tutulmuş ve 130 adet Ana Pazar şirketi baz alınarak şirketin çarpan değeri hesaplanmıştır. Ana Pazar çarpanları ortalaması için yeterli sayıda örnek bulunduğu Medyan kullanılmıştır. Bir önceki maddede bahsedilen net kar ve özkaynaktaki artıştan dolayı FD/FAVÖK çarpanından hesaplanan değer 31,5 milyon TL iken F/K çarpanından 101,1 milyon TL ve PD/DD çarpanından 128,8 milyon TL değer hesaplanmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
Medyan	1,17	6,06	8,97
Şirket Değeri	128.770.643	31.545.838	101.055.367
Naturel Enerji Çarpan Değeri		87.123.949	

b) BİST – Enerji Sektörü

Naturel Enerji'nin faaliyet konusu ilgili olduğu için değerlemeye dâhil edilmiş ve AKENR, AKSEN, ENJSA, ODAS ve ZOREN Yıldız Pazar'da işlem görmelerinden dolayı değerlendirme dışı bırakılmıştır. Faaliyet alanı benzer olmasına rağmen pazarlarının farklı olmasından dolayı değerlemeye dahil edilmemesini makul bulmuyoruz. İşlem gören şirket sayısının düşük olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu şirketlerin fiyatlama çarpanlarının da dahil edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
AKENR	1,78	14,83	
AKSEN	0,8	4,09	23,03
AKSUE	6,93	64,64	
AYEN	0,87	10,34	
BMELK	0,99	17,9	
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	322.476.910	241.666.132	
Naturel Enerji Çarpan Değeri		282.071.521	

c) BİST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

Naturel Enerji'nin faaliyet konusu ilgili olduğu için değerlemeye dâhil edilmiş ve ANELE, ENKAI şirketleri Yıldız Pazar'da işlem görmesi nedeniyle değerlendirme dışı bırakılmış olup tarafımızca uygun bulunmamaktadır. Faaliyet alanı benzer olmasına rağmen pazarlarının farklı olmasından dolayı değerlendirme dahil edilmemesini makul bulmuyoruz. Önceki maddelerde bahsedilen net kar ve özkaynaktaki artıştan dolayı FD/FAVÖK çarpanından hesaplanan değer 49,7 milyon TL iken F/K çarpanından 112,5 milyon TL ve PD/DD çarpanından 109,2 milyon TL değer hesaplanmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
ANELE	0,39	35,89	24,95
EDIP	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	109.117.004	49.723.008	112.471.506
Naturel Enerji Çarpan Değeri		90.437.173	

d) Yurtdışı Benzer Şirketler

Yurtdışı borsalarda işlem gören 12 şirketin çarpan verileri kullanılarak Naturel Enerji için halka arz değeri tespit edilmiştir. Bununla birlikte yurtdışı şirketlerin maruz kaldığı piyasa faiz oranı, vergi oranı ve büyüme beklentileri Türkiye özelinden farklılaşabilmekte ve bu durum çarpan değerlemesinde kendine yer bulamamaktadır.

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 Limited	0,79	6,64	11,07
Vivint Solar Inc.	3,67		
TerraForm Power Inc.	1,52	16,92	
Pattern Energy Grup Inc.	2,40	17,75	
Solaria Energia y Medio Ambientei, 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	282.946.890	336.468.623	178.536.781
Naturel Enerji Çarpan Değeri		265.984.098	

Halka Arz Değeri

Naturel Enerji Çarpan Değeri (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
Naturel Enerji Şirket Değeri	181.404.185
Birim Pay Değeri	7,26

- Sonuç olarak tüm sektör çarpanlarının verdiği değerler eşit olarak ağırlıklandırılmış ve Naturel Enerji için 181.404.185 TL piyasa değerine ve 7,26 TL birim pay değerine ulaşılmıştır.

Halka Arz Değeri	
Naturel Enerji Şirket Değeri	181.404.185
Halka Arz İskonto Oranı	20%
Halka Arz Değeri	145.123.348,20
Halka Arz Pay Başı Değeri	5,80

- Naturel Enerji'nin halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 5,80 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20 iskontonun makul olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Naturel Enerji'nin fiyat tespitinde sadece çarpan metodu kullanılmış olup İndirgenmiş Nakit Akımları kullanılmamıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Naturel Enerji özelinde faaliyet gösterilen sektördeki gelişmelerin nakit akışına olası etkilerini daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Bu bağlamda İNA'nın kullanılmamış olmasını değerlemede bir eksiklik olarak addetmekle beraber geleceğe yönelik projeksiyonların izahnamede yer almaması nedeniyle kullanılmamasını anlaşılır buluyoruz.
- Fiyat tespit raporunda Naturel Enerji'nin FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelirler, giderler kalemi dahil edilmemiş ve daha düşük tutarlı FAVÖK kullanılmıştır. Bu durumun yatırımcı lehine olmasından dolayı tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Naturel Enerji'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD), Fiyat / Kazanç (F/K) ve Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanları kullanılmıştır. Kullanılan çarpanların piyasada kabul edilmiş ve yaygın olarak kullanılan çarpanlar olmakla beraber şirkete ait yıllıklandırılmış net kar hesabında 2018 yılında kaydedilen yatırım amaçlı gayrimenkullere ait değer kazancı tek seferlik olmasından dolayı F/K çarpanından hesaplanan değerde yukarı yönlü sapmaya neden olmuştur. Şirketin yıllıklandırılmış net karı 11.265.927 TL iken 9.164.101 TL değer artış karını düştüğümüzde olağan faaliyetlerden elde edilen net kar 2,1 milyon TL'ye gerilemektedir. Ayrıca PD/DD çarpanında kullanılan 110,1 milyon TL'lik özkaynak tutarının 84,2 milyon TL'si duran varlık değer artış fonundan kaynaklanmaktadır. Bu sebeple FD/FAVÖK çarpanından bulunan değer ile PD/DD ve F/K çarpanlarından hesaplanan değer arasında oldukça yüksek farklılıklar bulunmaktadır.
- BİST-Ana Pazar, BİST- Enerji Sektörü, BİST- İnşaat-Bayındırlık Sektörü çarpanları kullanılmakla beraber Yıldız Pazar'da işlem gören şirketler büyüklük olarak Naturel Enerji'den çok farklı ölçeğe sahip oldukları için çarpan analizine dâhil edilmemiştir. Bu şirketlerin faaliyet alanı benzer olmasına rağmen pazarlarının farklı olmasından dolayı değerlemeye dahil edilmemesini makul bulmuyoruz. İşlem gören şirket sayısının düşük olduğu göz önünde bulundurulduğunda bu şirketlerin fiyatlama çarpanlarının da dahil edilmesi gerektiği kanaatindeyiz.
- Halka arz talep toplama fiyatının belirlenmesinde tüm sektör çarpan değerlerinin eşit olarak ağırlıklandırılmış ve %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Değerlemede İndirgenmiş Nakit Akımı yönteminin kullanılmaması, PD/DD ve F/K çarpanlarından kullanılan yıllıklandırılmış net kar ve özkaynak tutarının tek seferlik sayılabilecek gelir ve değer artışlarından dolayı artmış olması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanından hesaplanan değerden yukarı yönlü ayrışmasının daha yüksek bir iskonto uygulanmasını gerektirdiği kanaatindeyiz. Halka arz değeriyle oluşan F/K 12,9, FD/FAVÖK 10,4 ve PD/DD çarpanı 1,32 seviyesinde yer almaktadır. Son dönem halka arzlarında oluşan çarpanlardan ve Borsa İstanbul Endekslerinin çarpanlarından yüksek olduğu görülmektedir.

- Sonuç olarak Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde uygulanan çarpanlarda kullanılan net kar ve özkaynak tutarının tek seferlik değerlendirilmesinden dolayı yükselmesi nedeniyle değerinde oluşan yukarı yönlü sapmayı kullanılan %20 iskonto oranının elimine edemeyeceği kanaatindeyiz. Bu bağlamda talep toplama fiyatı olan pay başı 5,80 TL'nin makul olmadığı kanaatindeyiz.