

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 Esenboğa Elektrik Üretim 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.

Esenboğa Elektrik Üretim Halka Arz Bilgileri

Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	
Borsa Kodu	ESEN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	1-2 Ekim 2020
Halka Arz Öncesi Sermaye	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı	24.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	64.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	37,50%
Talep Toplama Fiyatı	8,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü	204.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	340.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	544.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2Ç20*	31,63
FD/FAVÖK 1Ç20	12,49
PD/DD 1Ç20	1,52

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2Ç20*	50,61
FD/FAVÖK 1Ç20	12,49
PD/DD 1Ç20	1,27

* Gayrimenkul Değerleme Karı Elimine Edilmiştir.

Özet Bilgi

- Esenboğa Elektrik, 20.08.2015 tarihinde 'Margün 8 Enerji Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi' unvanı ile Naturel 1 Enerji Ticaret Limited Şirketi (Yeni Unvanı: Naturel Enerji) tarafından kurulmuştur.
- 4.05.2016 tarihinde şirkette nevi değişikliği yapılarak Anonim Şirketine dönüştürülmüştür. 11.01.2019 tarihinde Şirketin unvanı 'Esenboğa Elektrik Üretim Anonim Şirketi' olarak değiştirilerek tescil edilmiştir.
- Şirket'in merkezi, Kızılırmak Mahallesi 1450 Sk. ATM Plaza B Blok 1/67 Çankaya/Ankara'da yer almaktadır. Elektrik üretim santralleri ise Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir ve Ankara illerindedir.
- Esenboğa Elektrik, enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği (EPC) şirkettir.
- Şirket'in faaliyetleri iki ana başlık altında açıklanmıştır.
 - 1. Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği, EPC (Taahhüt)**

Şirket'in bu kapsamda müşterilerine sunmuş olduğu hizmetler şu şekildedir:

 - Yer Seçimi Hizmetleri
 - Lisans Alım Hizmetleri
 - Proje Geliştirme ve Mühendislik Hizmetleri
 - Arazi Edinimi Hizmetleri
 - Meteorolojik Ölçüm Hizmetleri
 - Santral Bileşenleri Temini
 - Anahtar Teslimi Yenilenebilir Enerjisi Santrali Kurulum (EPC) Hizmetleri
 - İletim ve Dağıtım Şebekeleri Mühendislik ve Taahhüt Hizmetleri
 - Şebeke Bağlantısı Hizmetleri
 - 2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi**
- Şirket 2018 ve 2019 yıllarında sahibi olduğu güneş santralleri aracılığı ile elektrik üretimi yapmıştır. Ayrıca Şirket, 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir ve Eskişehir bölgesinden toplam 22.350,46 kWp kapasiteye sahip güneş elektrik santralleri alımı yaparak mevcut kapasitesini 33.785,02 kWp gücüne çıkarmıştır.
- Şirket sermayelerinin tamamı kendisine ait olan, 29 adet alt şirketi ile toplam 33,8 kWp lisansız üretim kapasitesine sahip Güneş Enerji Santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. 2018 yılında üretime başlayan santraller 14 adet personel ile faaliyetlerini yürütmektedir.
- Şirket sermayesinin tamamı kendisine ait olan bağlı ortaklıklarına ait çağrı mektuplarına istinaden lisanssız olarak üretim yapmaktadır. (2 Ekim 2013 tarihinde yürürlüğe giren Lisanssız Elektrik Üretim Yönetmeliği çerçevesinde gerçek veya tüzel kişilere, 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 başvurularda bulunmalarının önü açılmıştır.)
- Esenboğa Elektrik bünyesinde bulunan 29 adet şirketin tüm Güneş Enerjisi santralleri 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.
- Şirket halka arz ile büyüme hedeflerinin devamı, planlanan yatırımlarının finansmanı, kurumsal yapının güçlendirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, şirket bilinirliğinin

artırılması, rekabet gücünün artırılması ve potansiyel müşteriler ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması amaçlanmaktadır.

- Halka arzdan beklenen net gelir ile şirkete girmesi muhtemel fonun %30-50'sini başta Türkiye olmak üzere İtalya, İspanya, Almanya, Hollanda ve Fransa gibi Batı Avrupa ülkeleri ile Amerika, Kanada ve Avustralya'da Yenilenebilir Enerji sektöründeki (Rüzgar, Güneş, Jeotermal, Hidro, Biokütle) yeni yatırım fırsatlarını değerlendirerek yatırım yapmak ve Yenilenebilir Enerji Santrali satın alınmasında kullanılmasını planlamaktadır.
- Bahsedilen tutar gerektiğinde Halka arzdan beklenen net gelir tutarına kadar artırılabilir.
- Geriye kalan tutar ise, şirketin yurt içi ve yurt dışı faaliyetlerinde rekabet gücünü artırabilmek için işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır.

Ortaklık Yapısı

Şirket paylarından %5 ve fazlasına sahip olan gerçek ve tüzel kişiler aşağıda belirtilmiştir.

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Esenboğa Elektrik Ortaklık Yapısı	Son Genel Kurul Toplantısı (09/07/2020)			Son Durum 08.09.2020		
	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy hakkı (%)	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy hakkı (%)
Ortağın; Adı Soyadı						
Naturel Eenerji	40.000.000	100,00	100,00	40.000.000	100,00	100,00
Toplam	40.000.000	100,00	100,00	40.000.000	100,00	100,00

Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi						
Esenboğa Elektrik Ortaklık Yapısı	Son Genel Kurul Toplantısı (09/07/2020)			Son Durum 08.09.2020		
	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy hakkı (%)	(TL)	Sermaye Payı (%)	Oy hakkı (%)
Ortağın; Adı Soyadı						
Yusuf Şenel	25.456.000	63,64	63,64	25.456.000	63,64	63,64
Diğer	14.544.000	36,36	36,36	14.544.000	36,36	36,36
Toplam	40.000.000	100,00	100,00	40.000.000	100,00	100,00

Kaynak: Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Sermayeyi Temsil Eden Paylar Hakkında Bilgi					
Grubu	Nama/Hamiline	İmtiyazların Türü	Bir Payın Nominal Değeri (TL)	Toplam (TL)	Sermaye Oranı (%)
A	Nama	Var*	1	4.000.000	10,00
B	Hamiline	Yok	1	36.000.000	90,00
TOPLAM :				40.000.000	100,0

Kaynak: Esenboğa Elektrik Fiyat Tespit Raporu

*Şirketin çıkarılmış sermayesi 40.000.000 TL olup, 4.000.000 TL nominal değerli paylar A grubu, 36.000.000 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 sayısının 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. Olağan ve olağanüstü Genel Kurul toplantılarında hazır bulunan hissedarların veya yetkililerin her bir A Grubu pay için beş oyu, her bir B Grubu pay için bir oyu vardır.

Şirket paylarının mevcut durum itibarıyla sahibi Naturel Enerji'dir. Naturel Enerji'nin payları Borsa İstanbul'da işlem görmekte olup, paylarının %63,64'u Yusuf Şenel'e ait, %36,36'sı ise halka açıktır.

Mali Tablolar

Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş., Gelir Tablosu, TL	2017/12	2018/12	2019/12	2019/06	2020/06	Son 4Ç
Hasılat	0	7.584.000	12.829.595	5.747.027	45.379.233	52.461.801
Yıllık Artış		#SAYI/0!	69%		690%	
Satışların Maliyeti (-)	0	-2.949.259	-11.201.435	-6.260.657	-7.948.753	-12.889.531
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar/Zarar	0	4.634.741	1.628.160	-513.630	37.430.480	39.572.270
Brüt Kar Marjı		61,1%	12,7%	-8,9%	82,5%	75,4%
BRÜT KAR/ZARAR	-	4.634.741	1.628.160	-513.630	37.430.480	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.967	-117.591	-491.773	-155.980	-934.480	-1.270.273
Yıllık Artış		3863%	318%		499%	
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-1.021.157	3.235.613	-287.461	-999.375	36.138.166	36.850.080
Yıllık Artış		-417%	-109%		-3716%	
Esas Faaliyet Kar Marjı		42,66%	-2,24%	-17,39%	79,64%	70,24%
Amortisman		399.755	4.387.625	2.192.862	1.854.050	4.048.813
FAVÖK	-1.021.157	3.635.368	4.100.164	1.193.487	37.992.216	40.898.893
Yıllık Artış		-456%	13%		3083%	
FAVÖK Marjı		47,93%	31,96%	20,77%	83,72%	77,96%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler		1.272.675	51.307	30.474	519.344	540.177
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-	-	-	-	-	-
Faaliyet Karı/Zararı (-)	-2.967	5.782.737	1.083.297	-653.163	36.942.874	38.679.334
Faaliyet Kar Marjı		76,2%	8,4%	-11,4%	81,4%	101,2%
FAVÖK2	-2.967	6.182.492	5.470.922	1.539.699	38.796.924	42.728.147
FAVÖK2 Marjı		81,52%	42,64%	26,79%	85,49%	101,35%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	80.838.587	-	11.011.986	
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-5.330.666	-	-8.855.800	
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	-2.967	5.782.737	81.921.884	-653.163	47.939.667	130.514.714
Finansman Gelirleri	-	4.186.523	782.701	536.501	321.689	567.889
Finansman Giderleri (-)	-	-8.070.963	-12.663.224	-8.858.081	-32.659.650	-36.464.793
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	-2.967	1.898.297	70.041.361	8.974.743	15.601.706	76.668.324
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-	-960.322	2.401.708	-176.495	1.542.387	4.120.590
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	-2.967	937.975	72.443.069	-9.151.238	17.144.093	98.738.400
DÖNEM KARI/ZARARI	-2.967	937.975	72.443.069	-9.151.238	17.144.093	98.738.400
Pay Başına Kazanç	0,43	-183,02	1,81	18,76	-0,60	-18

Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. Bilanço	2020/06	2019	2018	2017
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	43.309.879	21.214.102	1.953.626	35.570
Nakit ve Nakit Benzerleri	7.704.891	16.689.156	46.353	4.971
Ticari Alacaklar	10.444.300	3.642.744	727.947	-
Diğer Alacaklar	3.276	8.129	590.173	29.649
Stoklar	269.822	-	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	4.969	9.181	60.628	-
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlılar	835	3.965	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	24.881.785	778.926	528.525	949
DURAN VARLIKLAR	462.768.344	382.704.778	108.428.259	2.454
Diğer Alacaklar	1.627	226.281	50.000	-
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	1.465.000	1.425.000	1.425.000	-
Maddi Duran Varlıklar	461.133.277	380.874.427	105.152.077	2.454
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	168.440	173.237	79.243	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	5.832	1.721.720	0
TOPLAM VARLIKLAR	506.078.223	403.918.880	110.381.885	38.023
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.190.828	114.992.546	34.095.099	576
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	88	-	-
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	39.213.384	27.854.079	15.834.337	-
Ticari Borçlar	2.183.754	75.182.263	17.621.828	186
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	264.996	128.832	1.942	-
Diğer Borçlar	16.324.914	11.423.008	630.405	-
Ertelenmiş Gelirler	6.431.668	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	43.825	-	-	-
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	728.288	404.275	6.587	390
Uzun Vadeli Yükümlülükler	216.490.117	145.080.011	44.804.701	-
Uzun Vadeli Borçlanmalar	157.449.087	101.709.611	33.693.793	-
Diğer Borçlar	-	-	457	-
Uzun Vadeli Karşılıklar	70.340	-	-	-
Ertelenmiş Gelirler	-	-	-	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	58.970.690	43.370.400	11.110.452	-
ÖZKAYNAKLAR	224.397.277	143.846.323	31.482.084	37.448
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	224.397.277	143.846.323	31.482.083	37.448
Ödenmiş Sermaye	40.000.000	40.000.000	50.000	50.000
Birleşme Etkisi	17.518.803	17.518.803	17.547.633	-
Birlikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	73.204.192	12.426.215	12.959.027	-
Diğer Kazanç/Kayıplar	6.057.800	-	-	-
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	70.472.389	1.458.237	-12.552	-9.585
Net Dönem Karı/Zararı	17.144.093	72.443.069	937.975	-2.967
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-	-	-	-
Toplam Kaynaklar	506.078.223	403.918.880	110.381.884	38.024
Hasılat	45.379.233	12.829.595	7.584.000	-
Brüt Kar/Zarar	37.430.480	1.628.160	5.782.737	-2.967
Faaliyet Karı/Zararı	36.942.874	1.083.297	5.782.737	-2.967
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	17.144.093	72.443.069	937.975	-2.967
Dönem Kar/Zararının Dağılımı	-	-	-	-
Azınlık Payları	-	-	-	-
Ana Ortaklık Payları	17.144.093	72.443.069	937.975	-2.967
Pay Başına Kazanç/Kayıp	0,43	1,81	18,76	-0,060

Esenboğa Elektrik'in finansal tablo dönemleri itibariyle satış gelirlerinin ana kategoriler bazında sınıflandırılmasına ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır.

NET SATIŞLAR (TL)	31.06.2020	%	30.06.2019	%	31.12.2019	%	31.12.2018	%	31.12.2017	%
Elektrik Üretim	31.228.480	68,82	5.747.000	100,00	12829595	100,00	7.584.000	100,00	-	-
Enerji Müteahhitliği	14.150.753	31,18	-	-	-	-	-	-	-	-
TOPLAM	45.379.233	100,00	5.747.027	100,00	12.829.595	100,00	7.584.000	100,00	-	-

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Çalışması Hakkında

Esenboğa Elektrik'in faaliyet gösterdiği sektör ve piyasaların cari durumu göz önüne alınarak yapılan değerlendirme çalışmasında 'Piyasa Çarpanları' ve 'Net Varlık Değeri' yöntemleri kullanılmıştır.

Yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hise Başına Değerler (TL)
1)Piyasa Çarpanları Yöntemi	490.114.727	
2)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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Piyasa çarpanları yöntemi %75, Net Varlık Değeri Yöntemi %25 oranında ağırlıklandırılmıştır. Net Varlık Değeri Yöntemi UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2 veya 70.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle işletmelerin değerlemesinde sıklıkla kullanılan bir yöntem değildir. Öte yandan, gerek birden fazla yöntem kullanmak suretiyle değerlemenin güvenilirliğinin artırılması, gerekse son dönemde piyasalarda yaşanan yükseliş neticesinde yükselen piyasa çarpanlarının değerlendirilmeye pozitif etkisini elimine etmek anlamında değerlendirme çalışmasına belirli bir oranda dahil edilmesi uygun görülmüştür.

Esenboğa Elektrik için yapılan değerlendirme çalışması neticesinde Şirket değeri **423.685.364 TL** olarak hesaplanmıştır. Şirket'in mevcut çıkarılmış sermayesi olan 40.000.000 TL'ye göre, birim pay değeri **10,59 TL**'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan birim pay değerine **%19,75** oranında **halka arz iskontosu** uygulanarak **8,50 TL** olarak belirlenmiştir.

'Pazar Yaklaşımı' Yöntemi İle Piyasa Değeri Tespiti

Piyasa çarpanları olarak da bilinen bu yöntem piyasa bazlı bir değerlendirme yöntemidir.

'Pazar yaklaşımı' yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında

1) Piyasa Değeri / Defter Değeri (PD/DD)

2) Fiyat / Kazanç /F/K)

3) Firma Değeri / FAVÖK (FD / FAVÖK)

oranları değerlendirilmiştir.

PD/DD çarpanı; özellikle bilanço incelerken çokça bakılan önemli oranlardandır. Açılımı piyasa değerinin defter değerine oranıdır. Bir hissenin piyasa değeri ile muhasebe değerini karşılaştırır. Bu oran Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılmaktadır.

F/K oranı; şirketin hisse senedi fiyatının, hisse başına karına bölünmesiyle bulunan bir göstergedir. Şirketin geçmiş dönem verileri göz önüne alındığında istikrarlı bir kar marjı sergilemesi, F/K çarpanının Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılması ve hisse senetleri arasında karşılaştırma yapmaya uygun olması dikkate alınarak F/K çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

FD/FAVÖK; şirketin firma değerinin, faiz-amortisman-vergi öncesi kara bölünmesiyle elde edilir. Şirketin nakit yaratma kapasitesi, ülkeler arası vergilendirme farklılıklarını ortadan kaldırması, şirketin gelecekte kar yaratma kapasitesini göstermesi, Şirketin faaliyetlerinden sağladığı karları dikkate alarak faaliyet karı üzerinden analizi mümkün kılması nedeniyle FD/FAVÖK çarpanı değerlemede kullanılmıştır.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

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

- (i) BİST Yıldız Pazar Grup-2
- (ii) Yurt içi Benzer Şirketler
- (iii) BİST-İnşaat- Bayındırlık Sektörü
- (iv) Yurt dışı Benzer Şirketlerin

7.09.2020 tarihi itibarıyla hesaplanan piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Pazar Yaklaşımı Yönteminde; BIST Yıldız Pazar Grup-2, Şirketin halka arz sonrasında işlem göreceği Pazar olması nedeniyle, Yurt içi benzer şirketler, BİST-İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurtdışı benzer şirketler ise Esenboğa Elektrik'in faaliyet konusu ile ilgili olduğu için değerlendirilmesine dahil edilmiştir. Baz alınan Pazar ve Sektörler ile Benzer Şirketlerde baz alınan veriler çarpan analizi uygulanabilmesi için gerekli güvenilirliğe sahiptir.

Piyasa çarpanları için kullanılan Şirket verileri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

Şirket Verileri (TL)			
Net Kar*	Özkaynaklar**	FAVÖK*	Net Borç**
17.899.813	224.397.277	42350810***	188.957.580

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*30.06.2019-30.06.2020 yıllıklandırılmıştır. Ancak Net Kar kaleminde, 2019 yılında 80.838.537 TL'lik sabit kıymet değerlendirme farkı geliri bir defaya mahsus değerlendirilmesinden kaynaklanan bir gelir olduğundan değerlendirilmesinde muhafazakarlık adına değerlendirme harici tutulmuş olduğu fiyat tespit raporunda ifade edilmiş olmasına rağmen bu değerlendirme artış tutarının vergi öncesi kardan düşülmesi ve sonrasında vergi hesaplanarak dönem net karı hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekilde hesaplama yapılması durumunda 13,8 milyon TL vergi öncesi kar hesaplanmakta ve %22 kurumlar vergisi sonrası 10,7 milyon TL dönem net karına ulaşılmaktadır.

**30.06.2020

***FAVÖK hesaplamasında; esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemleri arızı olduğundan hesaplama dahil edilmemiştir.

i) BİST Yıldız Pazar Grup-2

Değerlemede baz alınan BİST Yıldız Pazar Grup-2 şirketlerinin 07.09.2020 tarihi itibarıyla ortalama rasyoları aşağıdaki gibidir. Esenboğa Elektrik'in faaliyet alanı gereği, mali sektör şirketleri ve mükerrer işlem yapılmaması için değerlendirme çalışmasında kullanılan Yurt içi benzer şirketler ve İnşaat & Bayındırlık şirketleri hariç tutularak hesaplanmıştır.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Medyan	1,92	9,43	17,09
Şirket Değeri	430.842.772	210.366.386*	305.907.807
Medyan Şirket Değeri**		305.907.807	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.

**Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır. Net kar rakamı olarak değerlendirme farkının vergi etkisi sonrası oluşan net karın kullanılması durumunda hesaplanan ortalama şirket değeri 275 milyon TL'ye gerileyecekti.

ii) Yurt İçi Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan Yurt İçi Benzer Şirketlerinin 07.09.2020 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir. Bu şirketlerin seçiminde, Esenboğa Elektrik'e benzer şekilde enerji üretimi ağırlıklı olarak **Yenilenebilir Kaynaklar** üzerinden sağlayan şirketler olmaları dikkate alınmış olmasına rağmen AKSEN'in de alınması gerektiği kanaatindeyiz. AKSEN'in çarpanlarının diğer şirket çarpanlarına göre daha düşük olduğu göz önünde bulundurulduğunda değerlemenin bir miktar aşağıda oluşacağı düşünülmektedir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç*
AKSUE	8,83	43,59	2.399,67
AYEN	2,15	16,85	
BMELK	2,14	18,75	
NATEN	2,41	36,14	9,63
ZOREN	2,17	9,48	
Medyan	2,17	18,75	1.204,65
Şirket Değeri	486.942.091	605.115.013**	
Medyan Şirket Değeri***		546.028.552	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

* Bu çarpanda sadece 2 şirket değer verdiği için ve medyanı aşırı uç ve yüksek bir sonuç verdiği için değerlendirilmeye dahil edilmemiştir.

** Şirket değeri hesaplanırken Şirketin net borçluluk durumu hesaplama dahil edilmiştir.

***Şirket değerinin hesaplanmasında medyan kullanılmıştır.

iii) BİST- İnşaat ve Bayındırlık Sektörü

Değerlemede baz alınan BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü şirketlerinin 07.09.2020 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
ANELE	1,08	20,39	
EDIP	0,8	23,64	
ENKAI	0,85	12,17	10,24
KUYAS	2,83	429,25	
ORGE	1,68	6,14	7,39
SANEL	5,1	37,73	49,72
TURGG	3,89	335,42	353,37
YAYLA	1,91	38,9	37,63
YYAPI	0,74	61,99	
Medyan	1,68	6,14	37,63
Şirket Değeri	376.987.423	71.117.421*	673.569.970
Medyan Şirket Değeri**	376.987.425		

Kaynak : Fiyat Tespit Raporu

F/K çarpanının medyanı alınırken 353 çarpanı uç değer kabul edilmeli ve medyan hesabına dahil edilmemeliydi. 353 hariç medyan F/K çarpanı 23,9 hesaplanmakta ve F/K çarpanından hesaplanan değer 257 milyon TL hesaplanmaktadır. Böylelikle ortalama değer 377 milyon TL'den 235 milyon TL'ye gerilemektedir.

iv) Yurt Dışı Benzer Şirketler

Değerlemede baz alınan Yurt Dışı Benzer Şirketlerinin 07.09.2020 tarihi itibarıyla rasyoları aşağıdaki gibidir.

Şirketler	PD/DD	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Sunrun Inc.	7,03	152,95	366
Neoen S.A	6,24	30,31	202
Azure Power Global Limited	3,05	0,11	
Innergex Renewable Energy Inc.	4,17	17,84	272
EnBW Energie Baden-Württemberg AG	3,33	5,93	20,77
E.ON SE	5,46	10,01	31,83
Infigen Energy Limited	1,5	9,70	213
Vivint Solar Inc.	24,7	38,62	
TerraForm Power Inc.	2,32	19,59	
Pattern Energy Grup Inc.	1,61	0,04	
Solaria Energia y Medio Ambientei, S.A.	10,08	69,04	78,62
Solarpack Corporacion Tecnologica, S.A.	3,26	16,70	27,94
Canadian Solar CSIQ	1,31	10,81	7,88
Enphase Energy ENPH	26,22	88,26	60,17
Envision Solar International NOVA	19,84	24,14	
First Solar FSLR	1,46	27,91	77,48
JinkoSolar Holding JKS	0,72	1,50	7,45
Sunova Energy International NOVA	3,06	88,89	
SolarEdge Technologies SEDG	10,55	39,07	57,92
RaneSola Ltd SOL	0,97	152,00	6,54
SPI Energy SPI		9,90	
SunPower Corporation SPWR	64,74	20,47	401,00
Sunworks SUNW	1,33	0,83	
VivoPower International VVPR	2,75	13,31	
Medyan	3,26	9,86	60,17
Şirket Değeri	731.535.123	228.409.654*	1.077.031.758
Medyan Şirket Değeri**	731535123**		

Yurtdışı benzer şirket çarpanları analizinde medyan hesaplamasında uç değerlerin de hesaplama dahil edildiği ve 60,17 F/K çarpanı hesaplandığı görülmektedir. Bu çarpan sonucunda 1.077 milyon TL F/K piyasa değeri hesaplanmış olup diğer çarpanlardan hesaplanan değerden oldukça ayrılmaktadır. çarpan hesaplamasında uç değerleri dahil etmeyip net kar olarak da değer artışının vergi etkisi sonrası net karı kullandığımızda F/K çarpanından hesaplanan değer 223 milyon TL'ye gerilemekte ortalama yurtdışı çarpan değeri ise 394 milyon TL'ye gerilemektedir.

Esenboğa Elektrik için BİST Yıldız Pazar Grup-2, Yurt İçi Benzer Şirketler, BİST İnşaat-Bayındırlık Sektörü ve Yurt Dışı Benzer Şirketlerin 07.09.2020 tarihli rasyoları ile hesaplanan piyasa değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmektedir :

Karşılatılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
BİST Yıldız Pazar Grup-2	305.907.807
Yurt İçi Benzer Şirketler	546.028.552
BİST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	376.987.425
Yurt Dışı Benzer Şirketler	731.535.123
Ortalama Şirket Değeri*	490.114.727

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

*Pazar ve sektörlerin verdiği değerler eşit ağırlıklandırılmıştır.

Sonuç olarak Oran Analizi yöntemiyle, Esenboğa Elektrik için tüm rasyoların verdiği değerlemelerin eşit ağırlıklı ortalamasına göre 490.114.727 TL'lik piyasa değerine ulaşılmıştır. Net kar rakamında değer artışının vergi etkisi sonrası net kar kullanılmış olsaydı ve çarpan analizinde özellikle F/K rakamlarındaki uç değerlerin etkisi sıfırlanmış olsaydı şirketin ortalama çarpan değeri 363 milyon TL hesaplanacaktı.

'Net Varlık Değeri' Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Maliyet yaklaşımı yöntemi UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri standardının 70.2 veya 70.3 nolu maddelerinde yer verilen kriterleri nadiren sağlamaları nedeniyle işletmelerin değerlemesinde sıklıkla kullanılan bir yöntem değildir. Öte yandan, gerek birden fazla yöntem kullanmak suretiyle değerlemenin güvenilirliğinin artırılması, gerekse son dönemde piyasalarda yaşanan yükseliş neticesinde yükselen piyasa çarpanlarının değerlemeye pozitif etkisini elimine etmek anlamında değerlendirme çalışmasına belirli bir oranda dahil edilmesi uygun görülmüştür.

30.06.2020 itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetim'den geçmiş Özkaynak rakamı **224.397.277 TL** dir. Net Varlık Değeri olarak bu rakamın alınması uygun görülmüştür.

Halka Arz Değeri

Piyasa Çarpanları Yöntemi ve Net Varlık Değeri hesaplamalardan çıkan değerlerin sırasıyla %75 ve %25 ağırlıklandırılması ile 423.685.364 TL şirket değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **10,59 TL** olarak hesaplanmış olup, halka arz fiyatı ise %19,75 iskonto ile **8,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Hise Başına Değerler (TL)
1)Piyasa Çarpanları Yöntemi	490.114.727	
2)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

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Net kar rakamında değer artışının vergi etkisi sonrası net kar kullanılmış olsaydı ve çarpan analizinde özellikle F/K rakamlarındaki uç değerlerin etkisi sıfırlanmış olsaydı şirketin ortalama çarpan değeri 363 milyon TL ve aynı ağırlıklar kullanılarak halka arz öncesi değeri 328 milyon TL ve pay başı değer 8,20 TL hesaplanacaktı.

SONUÇ

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Esenboğa Elektrik'in fiyat tespitinde sadece çarpan metodu kullanılmış olup indirgenmiş 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. Şirket özelinde faaliyet gösterilen sektördeki gelişmelerin nakit akışına olası etkilerini daha net görülebilmesi adına İNA'nın kullanılması gerektiği kanaatindeyiz. Özellikle taahhüt ve elektrik üretim faaliyetlerinden şirketin yıllara sari beklediği nakit akışının değerlemeyi gerektiren açılarından önemli olduğunu düşünmekteyiz.
- Fiyat tespit raporunda 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.
- Yıllıklandırılmış net Kar kaleminde, 2019 yılında 80.838.537 TL'lik sabit kıymet değerlendirme farkı gelirin bir defaya mahsus değerlendirilmesinden kaynaklanan bir gelir olduğundan değerlemede muhafazakarlık adına değerlendirme harici tutulmuş olduğu fiyat tespit raporunda ifade edilmiş olmasına rağmen bu değerlendirme artış tutarının vergi öncesi kardan düşülmesi ve sonrasında vergi hesaplanarak dönem net karı hesaplanması gerektiği kanaatindeyiz. Bu şekilde hesaplama yapılması durumunda 13,8 milyon TL vergi öncesi kar hesaplanmakta ve %22 kurumlar vergisi sonrası 10,7 milyon TL dönem net karına ulaşılmaktadır. Fiyat tespit raporunda kullanılan 17,9 milyon TL net karın yüksek kaldığı kanaatindeyiz.
- Esenboğa Elektrik'in 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 medyan çarpan seçiminde özellikle F/K çarpanında uç değerlerin de dahil edilmesi değeri yukarı yönlü etkilemiştir.
- Halka arz talep toplama fiyatının belirlenmesinde tüm sektör çarpan değerleri ve yurtdışı benzer şirket çarpan değerleri eşit olarak ağırlıklandırılmış ve elde edilen değer %75; şirketin 30.06.2020 özkaynak tutarına %25 ağırlık verilerek 10,59 TL pay başı değere ulaşılmıştır. %19,75 iskonto

sonrası 8,50 TL talep toplama fiyatı belirlenmiştir. Halka arz değeriyle oluşan F/K 31,6, FD/FAVÖK 12,5 ve PD/DD çarpanı 1,52 seviyesinde yer almaktadır. Son dönem halka arzlarında oluşan çarpanlardan ve Borsa İstanbul Endekslerinin çarpanlarından yüksek olduğu görülmektedir.

Sonuç olarak Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde uygulanan çarpanlarda kullanılan net kar ve özkaynak tutarının tek seferlik değerlendirilmesinden dolayı yükselmesi nedeniyle ve çarpanların medyan hesaplamasında uç değerlerin elimine edilmemesi sebebiyle oluşan yüksek çarpanlar nedeniyle değerinde oluşan yukarı yönlü sapmayı %19,75 iskonto oranının elimine edemeyeceği kanaatindeyiz. Bu bağlamda talep toplama fiyatı olan pay başı 8,50 TL'nin makul olmadığı kanaatindeyiz.