

Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

01 Ekim 2020



İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Araştırma Müdürlüğü tarafından, Metro Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Metro Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. ("Esenboğa Elektrik", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 8 Eylül 2020 tarihli fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arz Kodu: ESENH	
Halka Arz Tarihi	1-2 Ekim 2020
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Çıkarılmış Sermaye	40.000.000 TL
Sermaye Artırımı	24.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	64.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	37,50%
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Metro Yatırım
Halka Arz Satış Fiyatı	8,50 TL

Kaynak: Metro Yatırım

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Esenboğa Elektrik Üretim Anonim Şirketi ("Esenboğa Elektrik" veya "Şirket") 2015 yılında Naturel 1 Enerji Ticaret Ltd. Şti., yeni ticaret unvanı Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş. tarafından Margün 8 Enerji Sanayi ve Ticaret Limited Şirketi unvanı ile kurulmuştur. 2016 yılında Şirket nevi değişikliği ile anonim şirkete dönüşmüştür. 2019 başında unvanı Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş. olarak değiştirilmiştir.

2018 yılında Ankara'dan 11,434.56 kWp ve 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Eskişehir, Nevşehir bölgesinden 22,350.46 kWp güneş enerji santrali alımı yapmıştır. Şirket, sermayelerinin tamamı kendisine ait olan 29 alt şirketi ile toplam 33,785.02 kWp lisanssız güneş enerji santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Santraller 10 yıl boyunca 13.3 dolarcent/kWh fiyatla alım garantisine sahiptir.

Şirket'in merkezi Ankara, Çankaya olup faaliyet konusu başta güneş enerjisi olmak üzere, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik elde etmek için, santral kurulması, işletmeye alınması, elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektrik enerjisinin satışlarıdır. 30.06.2020 itibarıyla Şirket'in çalışan sayısı 14'tür.

Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

	ARZ ÖNCESİ		ARZ SONRASI	
Ortak	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Naturel Enerji	40.000.000	100,00	40.000.000	63,50
Halka Açık		0,00	24.000.000	37,50
TOPLAM	40.000.000	100,00	64.000.000	100,00

Kaynak: Metro Yatırım

3. ŞİRKETİN FAALİYETLERİ HAKKINDA BİLGİLER

Esenboğa Elektrik; enerji sektöründe faaliyet gösteren, müşterileri ve kendisi adına yenilenebilir elektrik enerjisi üretim tesisi kurulumu yapan Yenilenebilir Enerji Müteahhitliği (EPC) şirkettir. Şirket'in faaliyet konusu esas sözleşmesinin 3.maddesinde "Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisi kurulması, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin müşterilere satışı ile iştigal eder." şeklinde belirtilmektedir. Şirket'in iki ana faaliyet konusu aşağıdaki gibidir.

3.1. Yenilenebilir Enerji Santralleri Müteahhitliği (EPC)

12 Mayıs 2019 tarihli yeni Lisanssız Elektrik üretim yönetmeliği ile getirilen tüketim fazlası elektriğin şebekeye satılabilmesi veya mahsuplaşma imkanı ile büyük oranda öztüketim amaçlı çatı güneş tesisi kurulması beklenmektedir. Bu faaliyetler kapsamında Şirket, 3.taraflarla EPC sözleşmeleri yapmaktadır.

3.2. Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Elektrik Üretimi

Şirket 2018 yılı itibarıyla sahibi olduğu güneş santralleri aracılığıyla elektrik üretimi yapmaktadır. Ayrıca Şirket 2019 yılının son çeyreğinde Yozgat, Afyon, Nevşehir, Eskişehir bölgesinden toplam 22,3 MWp kapasiteye sahip güneş elektrik santralleri alımı yaparak mevcut kapasitesini 33,8 MWp gücüne çıkarmış ve sektörde büyümeye devam etmiştir.

Şirket, sermayelerinin tamamı kendisine ait olan, 29 adet alt şirketinin bünyesinde bulunan toplam 33,8 MWp lisanssız üretim kapasitesine sahip Güneş elektrik santralleriyle elektrik üreterek satmaktadır. Elektrik üretimine 2018 yılında başlamıştır. Şirket tüm faaliyetlerini halen 14 adet personel ile yürütmektedir. Şirket merkezi Ankara'dadır. Elektrik üretim santralleri Yozgat, Eskişehir, Afyon, Nevşehir ve Ankara'da bulunmaktadır.

Şirket sermayesinin tamamı kendisine ait olan bağlı ortaklıklarına ait çağrı mektuplarına istinaden lisanssız olarak üretim yapmaktadır. 2 Ekim 2013 yılında yürürlüğe giren Lisanssız Elektrik Üretim yönetmeliği çerçevesinde gerçek veya tüzel kişiler, bir elektrik tüketim tesisine sahip olmak şartı ile üst sınır 1 MW olmak üzere Lisanssız Elektrik Üretim Tesisleri kurmak üzere başvurularda bulunmalarının önü açılmıştır.

5346 sayılı Yenilenebilir Enerji Kaynaklarının Elektrik Enerjisi Üretimi Amaçlı Kullanımına ilişkin Kanun ile Yenilenebilir Enerji Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında Güneş enerjisine dayalı üretim tesislerinin ürettiği Elektrik enerjisini 10 yıl süresince 13,3 USD cent/kWh sabit satış fiyatı üzerinden devlete satma hakkı sağlamıştır.

İhraççı'nın GES santrallerinin dönüştürülmüş kullanılabilir elektrik AC çıkış gücü toplam 29,6 MWe seviyesindedir. Şirket sermayesinin tamamı kendisine ait olan 29 adet bağlı ortaklıklarına ait lisanslar ile üretim yapmaktadır. Bu Şirketler aşağıdaki tabloda verilmiştir.

No	Firma Adı	Lokasyon	DC Kurulu Güç(kWp)	AC Kurulu Güç(kWe)
1	YSF ENERJİ ÜRT. SAN. VE TİC. A.Ş.	Akyurt / Ankara	3.576,96	2.997,00
2	SNL ENERJİ ÜRT. SAN. VE TİC. A.Ş.	Akyurt / Ankara	3.576,96	2.997,00
3	ENERGES 1 ELEKTRİK ÜRETİM DAN.SAN.TİC.A.Ş.	Kazan / Ankara	1.036,80	990,00
4	ENERGES 9 ELEKTRİK ÜRETİM DAN.SAN.TİC.A.Ş.	Kazan / Ankara	1.036,80	990,00
5	BERRAK GES 1 ELEKTRİK ÜRETİM SAN.TİC.A.Ş.	Kazan / Ankara	1.036,80	990,00
6	MARGÜN 13 ENERJİ SAN. VE TİC. A.Ş.	Kızılcihamam / Ankara	1.170,24	999,00
7	BOZOK GÜNEŞ ENERJİSİ SAN.VE TİC. A.Ş.	Akdağmaden/Yozgat	1.166,00	980,00
8	SORGUN GÜNEŞ ENERJİSİ SAN.VE TİC. A.Ş.	Akdağmaden/Yozgat	1.113,53	980,00
9	YOZGAT GÜNEŞ ENERJİSİ SAN.VE TİC. A.Ş.	Akdağmaden/Yozgat	1.142,68	980,00
10	DESTİ GÜNEŞ ENERJİSİ SAN.VE TİC. A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.067,85	900,00
11	ÇAPANOĞLU GÜNEŞ ENERJİSİ SAN.VE TİC. A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.064,25	900,00
12	RAMGES ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.	Sorgun/Yozgat	1.120,95	950,00
13	GÜL1 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
14	GÜL2 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
15	GÜL3 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
16	GÜL5 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
17	GÜL6 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.104,83	999,00
18	GÜL7 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.051,38	999,00
19	GÜL8 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.104,83	999,00
20	MAVİGES ENERJİ TEKSTİL İTH. İHR. SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ.	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
21	SARİGES ENERJİ İNŞAAT AKARYAKIT SAN. VE TİC.LTD.ŞTİ	Nevşehir/Merkez	1.176,12	999,00
22	ASED DANIŞMANLIK İNŞAAT ENERJİ ÜRETİM VE TİC. A.Ş.	Dazkuru/Afyonkarahisar	3.210,24	3.000,00
23	ŞEVVAL GÜNEŞ ENERJİSİ ÜRETİM A.Ş.	Söğüt/Bilecik	1.100,44	999,00
24	SERRA GÜNEŞ ENERJİSİ ÜRETİM A.Ş.,	Söğüt/Bilecik	1.046,76	999,00
25	NARGÜN ENERJİ ÜRETİM SAN.TİC.A.Ş.	Ankara (*)		
26	ER2 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
27	ER3 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
28	ER4 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
29	ER5 GES ENERJİ TARIM İNŞAAT SAN. VE TİC. A.Ş.	Ankara (*)		
	TOPLAM		32.785,0	29.642,00

Kaynak: Metro Yatırım

* Bu şirketler santral şirketlerinin çatı şirketleridir.

4. MALİ TABLOLAR

BİLANÇOLAR (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.-30.06.2020	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.-31.12.2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.-31.12.2018	Bağımsız Denetimden Geçmiş 01.01.-31.12.2017
Dönen Varlıklar	43.309.879	21.214.102	1.953.626	35.570
Nakit ve nakit benzerleri	7.704.892	16.689.157	46.353	4.972
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	91.181	60.628	-
Cari Dönem vergisiyle ilgili Varlıklar	835	3.965	-	-
Diğer Dönen Varlıklar	24.881.785	778.926	528.525	949
Duran Varlıklar	462.768.344	382.704.778	108.428.259	2.454
Diğer Alacaklar	1.627	226.282	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
Aktif Toplamı	506.078.223	403.918.879	110.381.885	38.024
Kısa Vadeli Yükümlülükler	65.190.828	114.992.546	34.095.099	576
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	89	-	-
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
Çalış. Sağl. Fayda Kaps. 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 Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	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	31.482.083	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	-
Birikmiş 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

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	01.01.- 30.06.2020	01.01.- 30.06.2019	01.01.- 31.12.2019	01.01.- 31.12.2018	01.01.- 31.12.2017
Hasılat	45.379.233	5.747.027	12.829.595	7.584.000	-
Satışların Maliyeti	(7.948.753)	(6.260.657)	(11.201.435)	(2.949.259)	-
Ticari Faaliyetlerden Brüt Kar	37.430.480	(513.630)	1.628.160	4.634.741	-
BRÜT KAR/ZARAR	37.430.480	(513.630)	1.628.160	4.634.741	-
Genel Yönetim Giderleri	(934.480)	(155.980)	(491.773)	(117.591)	(2.967)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	519.344	30.474	51.307	1.272.675	
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	(72.470)	(14.027)	(104.397)	(7.088)	
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	36.942.874	(653.163)	1.083.297	5.782.737	(2.967)
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	11.011.986	-	80.838.587	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(15.193)	-	-	-	-
FİNANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/ZARARI	47.939.667	(653.163)	81.921.884	5.782.737	(2.967)
Finansman Gelirleri	321.689	536.501	782.701	4.186.523	-
Finansman Giderleri	(32.659.650)	(8.858.081)	(12.663.224)	(8.070.963)	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ KARI/ZARARI	15.601.706	(8.974.743)	70.041.361	1.898.297	(2.967)
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	1.542.387	(176.495)	2.401.708	(960.322)	-
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER DÖNEM KARI/ZARARI	17.144.093	(9.151.238)	72.443.069	937.975	(2.967)
DÖNEM KARI/ZARARI	17.144.093	(9.151.238)	72.443.069	937.975	(2.967)
Pay Başına Kazanç	0,43	-183,02	1,81	18,76	-0,6

5. DEĞERLEME

Metro Yatırım tarafından hazırlanan 8 Eylül 2020 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde maliyet yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı kullanılmıştır.

Metro Yatırım - Değerlemede Esas Alınan Şirket Verileri

Şirket Verileri (TL)			
Net Kar*	Özkaynaklar**	FAVÖK*	Net Borç**
17.899.813	224.397.227	42.350.810***	188.957.580

* 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 muhafazakarlık adına değerlendirme harici tutulmuştur. Bu kalem zaten FAVÖK Karı'na dahil olmamaktadır.

** 30.06.2020

*** FAVÖK hesaplamasında; esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler kalemleri arazi olduğundan hesaplamaya dahil edilmemiştir.

5.1 Defter Değeri Yöntemi

30.06.2020 dönemi itibarıyla Şirket'in Bağımsız Denetimden geçmiş Özkaynak rakamı 224.397.277 TL'dir. Güncel olduğu kabul edilip Net Varlık Değeri olarak bu rakamın kullanılması uygun görülmüştür. Bu yöntemle göre şirketin hisse başı değeri 5,61 TL'dir.

5.2 Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi

Çarpan analizine BIST Yıldız Pazar Grup-2 şirketleri, yurtiçi benzer şirketler, BIST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü şirketleri ile yurtdışı benzer şirketler ayrı gruplar halinde dahil edilmiştir. Analizde söz konusu şirketlerin 07.09.2020 tarihli çarpan değerleri ile Esenboğa Elektrik'in 30.06.2020 itibarıyla son 12 ay verileri kullanılmıştır. Çarpan Analizinde, PD/DD (Piyasa Değeri/Defter Değeri), FD/FAVÖK (Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr) ve F/K (Fiyat/Kazanç) çarpanları medyan değerleri kullanılmıştır.

Piyasa Çarpanları yönteminde kullanılan medyan rasyolar aşağıda yer almaktadır:

Karşılaştırılan Pazar veya Sektör	PD/DD	FD/FAVÖK	F/K
BIST Yıldız Pazar Grup-2	1.92	9.43	17.09
Yurtiçi Benzerler	2.17	18.75	-
BIST İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	1.68	6.14	37.63
Yurtdışı Benzerler	3.26	9.86	60.17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurtiçi benzer şirket olarak belirlenen beş şirketin yalnızca ikisinin F/K değeri vermesi ve medyanın yüksek bir sonuç vermesinden dolayı değerlemeye dahil edilmemiştir.

Piyasa Çarpanları yöntemi ile şirket değeri bulunurken, pazar ve sektörlerin verdiği medyan değerler eşit ağırlıklandırılmıştır. Piyasa Çarpanları yöntemine göre şirketin değeri 490.114.727 TL olup, pay başına değer 12,25 TL'ye karşılık gelmektedir.

Karşılaştırılan Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
BIST Yıldız Pazar Grup-2	305.907.807
Yurtiçi Benzer Şirketler	546.028.552
BIST-İnşaat ve Bayındırlık Sektörü	376.987.425
Yurtdışı Benzer Şirketler	731.535.123
Ortalama Özsermaye Değeri*	490.114.727

Kaynak: Metro Yatırım

*Pazar ve sektör değerleri eşit ağırlıklandırılmıştır.

Piyasa Çarpanları Yöntemi neticesinde elde edilen özsermaye değeri %75, Net Varlık Değeri yöntemi %25 oranına ağırlıklandırılarak Nihai Özsermaye Değeri'ne aşağıdaki şekilde ulaşılmıştır.

ESENBOĞA NİHAİ DEĞERLEME

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri
Piyasa Çarpanları Yöntemi	490,114,727	75%	367,586,045
Net Varlık Değeri Yöntemi	224,397,277	25%	56,099,319
Ortalama Şirket Değeri			423,685,365
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye			40,000,000
Halka Arz Öncesi Hisse Başı Fiyat			10.59
Halka Arz İskontosu			19.75%
Halka Arzda Şirket Değeri			340,007,505
Halka Arzda Hisse Başı Fiyat			8.50

Kaynak: Metro Yatırım

Esenboğa Elektrik için yapılan değerleme çalışmaları neticesinde Özsermaye 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. Burada % 20 ye yakın iskonto uygulanıp halka arz değeri 8,50 TL olarak belirlenmiştir.

6. SONUÇ

Metro Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr'de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.

Şirket'in 224 milyon TL seviyesinde olan Ana Ortaklık Özkaynaklar tutarının 73 milyon TL'si duran varlık değer artış fonundan kaynaklanmaktadır. Dolayısıyla Net Varlık Değerinin güncel olduğunu kabul ederek kullanılmasını makul buluyoruz. Ancak özkaynağa göre değerlemelerde bir miktar avantaj sağlayabileceğine dikkat çekmek isteriz.

Fiyat Tespit Raporu'nda F/K çarpanı için yapılacak hesaplamada Net Kar'dan 2019 yılındaki 80,835,790 TL tutarındaki sabit kıymet değerleme farklarının çıkarılarak Net Kar'ın 17.899.813 TL olarak kullanılmasını olumlu bulmakla birlikte, 2020 yılının ilk yarısındaki Güneş Enerjisi Santralleri alımından kaynaklanan 10.996.793 TL Menkul Kıymet Satış Karları tutarının aynı şekilde bir defaya mahsus bir gelir olması sebebiyle Net Kar tutarından düşülmesi gerektiğini ve Şirket'in faaliyetlerinden kaynaklı Net Kar tutarının 6.903.020 TL olarak hesaplanması gerektiğini düşünüyoruz.

Yurt dışı benzer şirket olarak seçilen şirketlerin önemli kısmının piyasa değerleri, Şirket'in piyasa değerinin önemli derece üzerindedir. Ancak dünya genelini yansıtmaması halinde doğru sonuca ulaştırabilmesi mümkün olabilir. Bu çalışmada ise PD/DD ve F/K oranlarında tüm diğer çarpanlardan yüksek çıkarak Şirket değerini artıran bir unsur olarak öne çıkmıştır.

Kullanılan iki değerlendirme yöntemi dışında bir değerlendirme yöntemi olan gelir yaklaşımı başka bir deyişle indirgenmiş nakit akımı yöntemi gelecek yıllarda elde edilmesi planlanan nakit akımlarının bugüne indirgenmesi neticesinde (İNA) elde edilen şirket değerinin net borç düşülerek elde edilen özsermaye değeridir. Genelde gelecek yıllara ait beklentilerin şaşması nedeniyle eleştirilen bu yöntem, gelir beklentilerin sabit olduğu durumlarda kullanılabilir. Esenboğa özelinde, her santralinin 10 yıllık alım garantisi olduğu dikkate alındığında rahatlıkla gelir projeksiyonun yapılabileceği görülmektedir. Dolayısıyla bu yöntemin kullanılmamasını eksiklik görebiliriz.

Şirketin ana ortağı Naturel Enerji'nin 2019 yılındaki halka arzında 1 MW başına 6,68 milyon TL halka arz değeri ortaya çıkarken aradan geçen 1 yılda Esenboğa halka arzında 1 MW başına 10.0 milyon TL halka arz değeri ortaya çıkmıştır. Bu % 51 lik artış anlamına gelmektedir. Dolar bazında ise 1,18 milyon dolardan 1,3 milyon dolara % 11 lik artış söz konusudur. Eğer geçen yılki gibi 1,18 milyon dolardan değerlendirme yapılırsa Esenboğanın halka arz değerinin 307 milyon TL hisse başı değerinin 7,70 TL civarında olması gerekecektir.

	Kwp	Şirket Değeri	İskonto	Halka Arzda Şirket Değeri	1 MW başına Değer (TL)	1 MW başına Değer (USD)
Tem.19 Naturel Enerji Halka Arzında	21.718 kapasite	181,404,185	20%	145,123,348	6,682,169	1,182,685
Angora Elektrik AŞ altında	10.284			68,717,422		
Esenboğa Elektrik altında	11.435			76,407,931		
Eyl.20 Esenboğa Halka arzında	33.785 kapasite	423,685,364	20%	340,007,505	10,063,860	1,306,995
				Fark	51%	11%

Kaynak: Her iki şirketin Metro Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporları

Yukarıdaki görüşlerimiz çerçevesinde; halka arz fiyatının, gerçek gelir beklentilerinden ziyade sermaye piyasalarında oluşan yüksek fiyatlamalardan daha fazla faydalandığını ve kendi ana ortağı Naturel Enerji fiyatlamasının bile üzerine çıktığını düşünüyoruz. Bahsettiğimiz çekincelerimiz dışında Esenboğa Elektrik Üretim AŞ halka arz fiyat tespit raporunu makul buluyoruz.