



**01.01.2021-30.06.2021 DÖNEMİ
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU**

10 EYLÜL 2021

Raporun Konusu ve Gerekçesi:

Bu rapor, Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. ("Karye" ya da "Şirket") hisselerinin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içermekte olup, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Şirket Denetim Komitesi tarafından hazırlanmıştır.

Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP' ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler:

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden , A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından 22.06.2021 tarihinde hazırlanan ve 02.07.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir. Karye'nin halka arz edilecek paylarının birim fiyat tespitinde UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen değerleme yaklaşımlarından Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmıştır.

1- ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN BİLGİLER

HALKA ARZ ÖZETİ	
Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	9 - 12 Temmuz
Pay Başına Değer	9,99 TL
Halka Arz İskontosu	%20
Halka Arz Fiyatı	8,00 TL
Borsa Kodu	KARYE
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Borsada Satış - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Şekli	10.000.000 TL Sermaye Artırımı – 5.000.000 TL Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Sermaye	45.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	55.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	120.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	360.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	440.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	%27,27

1. Finansal Tablolar**1.1. Bilanço**

Varlıklar (TL)	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.412	92.382	443.286	24.708	357.252
Ticari Alacaklar	10.810.294	5.704.049	8.494.829	4.394.934	1.223.076
Diğer Alacaklar	5.814	12.124	14.872	6.449.253	936.200
Peşin Ödenmiş Giderler	-	3.352.865	78.439	1.937.072	1.186.671
Diğer Dönen Varlıklar	148.086	65.079	7.963	9.596	49.131
Dönen Varlıklar	11.048.972	9.226.499	9.039.389	12.815.563	3.752.330
Diğer Alacaklar	66.162	65.597	67.402	25.401.936	11.887.513
Maddi Duran Varlıklar	747.231.477	723.142.859	643.864.083	530.234.553	209.325.091
Peşin Ödenmiş Giderler	2.383-		23.026	21.836	42.659
Ertelenen Vergi Varlığı				-	-
Duran Varlıklar	747.300.022	726.289.272	643.954.511	555.658.325	221.255.262
Toplam Varlıklar	758.348.994	735.515.771	652.993.899	568.473.886	225.007.593

Kaynaklar (TL)	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Kısa Vadeli Yükümlülükler	47.532.128	44.889.351	22.103.023	25.372.918	16.426.003
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	44.751.696	43.189.629	19.254.833	23.470.537	14.762.264
Diğer Borçlar	1.391.855	499.487	1.236.339	228.812	27.831
Ticari Borçlar	1.257.127	676.106	291.887	467.317	807.159
Ertelenmiş Gelirler	-	524.129	1.319.964	1.206.252	828.749
Uzun Vadeli Yükümlülükler	279.004.521	280.823.602	282.342.756	333.004.502	159.681.378
Uzun Vadeli Borçlanmalar	199.552.804	202.339.600	210.830.144	173.537.363	129.308.596
Diğer Borçlar	1.074.655	18.081	2.751.307	107.647.147	28.400.615
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	78.322.073	78.465.921	68.761.306	51.819.993	1.971.127
Özkaynaklar	431.812.345	409.802.818	351.119.057	210.096.465	48.900.210
Ödenmiş Sermaye	45.000.000	45.000.000	45.000.000	17.500	17.500
Ortak Kontrolde Tabi Birleşmelerin Etkisi	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244	-75.203.050	7.336.947

KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	306.390.827	288.108.764	239.640.567	181.303.051	2.713.994
Geçmiş Yıllar Kar veya Zararları	133.619.734	133.619.734	103.946.281	65.617.479	9.626.707
Net Dönem Karı veya Zararı	13.943.028	10.215.564	29.673.453	38.361.486	29.205.062
Toplam Kaynaklar	758.348.994	735.515.771	652.993.899	568.473.886	225.007.593

1.2. Borçluluk – Net Borç

TL	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Kısa Vadeli Banka Kredileri	-	-	-	-	-
Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	44.751.696	43.189.629	19.254.833	23.470.537	14.762.264
Uzun Vadeli Banka Kredileri	199.552.804	202.339.600	210.830.144	173.537.363	129.308.596
Toplam Finansal Borçlar	244.304.500	245.529.229	230.084.977	197.007.900	144.070.860

TL	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Finansal Borçlar	244.304.500	245.529.229	230.084.977	197.007.900	144.070.860
Hazır Değerler	5.412	92.382	443.286	24.708	357.252
Net Finansal Borç	244.299.088	245.436.847	229.641.691	196.983.192	143.713.608
Toplam Özkaynak	431.812.345	409.802.818	351.119.057	210.096.466	48.900.210
Net Finansal Borç/Özkaynaklar	0,57	0,6	0,65	0,94	2,94
Düzeltilmiş Yıllıklandırılmış FAVÖK*	53.614.370	55.947.003	51.462.825	20.233.002	12.484.268
Yıllıklandırılmış Net Kar	35.170.051	41.510.473	29.673.452	38.361.485	29.205.061
Net Finansal Borç/FAVÖK	4,55	4,39	4,46	9,74	11,51

1.3. Gelir Tablosu

TL	1.01.2021 30.06.2021	1.01.2021 31.03.2021	1.01.2020 31.03.2020	1.01.2020 31.12.2020	1.01.2019 31.12.2019	1.01.2018 31.12.2018
Hasılat	31.034.687	10.893.028	12.432.931	65.144.130	39.205.379	18.311.677
Satışların Maliyeti	-19.870.337	-8.037.197	-7.492.067	-13.329.390	-18.437.982	-5.234.796
Brüt Kar/Zarar	11.164.350	2.855.831	4.940.864	51.814.740	20.767.398	13.076.882
Genel Yönetim Giderleri	-1.539.158	-634.463	-134.638	-351.915	-558.928	-592.613
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	451.862	83.245	10.282	43.357	121.834	477.735

KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-3.947.753	-360.535	-4.759	-107.713	-67.384	-786.444
Esas Faaliyet Karı/Zararı	6.129.301	1.944.078	4.811.749	51.398.469	20.262.920	12.175.560
Finansman Gelirleri	43.290.056	30.411.933	16.662.350	62.744.430	52.963.725	92.842.736
Finansman Giderleri	-35.629.048	-21.865.489	-23.095.556	-79.971.940	-33.721.717	-74.007.498
Vergi Öncesi Kar/Zarar	13.790.309	10.490.522	-1.621.457	34.182.765	39.554.928	31.009.845
Net Dönem Karı/Zararı	13.943.028	10.215.564	-1.621.457	29.673.453	38.361.486	29.205.062

1.4. Karlılık

TL	1.01.2021 30.06.2021	1.01.2021 31.03.2021	1.01.2020 31.03.2020	1.01.2020 31.12.2020	1.01.2019 31.12.2019	1.01.2018 31.12.2018
Hasılat	31.034.687	10.893.028	12.432.931	65.144.130	39.205.379	18.311.677
Brüt Kar	11.164.350	2.855.831	4.940.864	51.814.740	20.767.398	13.076.882
Brüt Kar Marjı (%)	35,97%	26,20%	39,70%	79,50%	53,00%	71,40%
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Karı*	9.625.192	2.221.368	4.806.226	51.462.825	20.208.469	12.484.268
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Kar Marjı	31%	20,40%	38,70%	79,00%	51,50%	68,20%
Düzeltilmiş FAVÖK**	25.118.623	9.290.404	4.806.226	53.569.066	20.233.002	12.484.268
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	%80,93	85,30%	38,70%	82,23%	51,60%	68,20%

2. Şirket Değerlemesi

Şirket piyasa değeri bulunurken indirgenmiş nakit akımlar, yurt içi piyasa çarpan analizi ve net defter değeri yöntemleri kullanılmıştır.

2.1. Net Defter Değeri

30.06.2021 (TL)			
Defter Değeri	=	Bilanço Aktif Toplamı	- Borç Toplamı
Defter Değeri	=	758.348.994	-(47.532.128+279.004.521)
Defter Değeri	=		431.812.345
Ödenmiş Sermaye	=		45.000.000
Pay Başına Değer			9,59

2.2 İndirgenmiş Nakit Akımları

Şirket'in varlık portföyünde bulunan tüm santraller kabul tarihinden itibaren 10 yıl boyunca;

- YEKDEM'den yararlanacak ve sonraki yıllarda YEKDEM'den çıkacaktır. Buna göre, en geç 2027 sonunda Şirket'in YEKDEM kapsamında santrali kalmayacaktır. Bu nedenle projeksiyon dönemi sonrasında devam eden değer hesaplamasında çıkış değeri yaklaşımı kullanılmıştır.
- Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması – YEKDEM'de yer alan tesislere uygulanacak fiyat güneş enerjisine dayalı üretim tesisleri için 13,3 UScent/kWh şeklindedir.

İskonto Oranları	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Risksiz faiz oranı (30Y Eurobond)	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%
Piyasa risk primi	6,50%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
Beta	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
ABD Doları borçlanma maliyeti	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%
Vergi sonrası borçlanma maliyeti	2,53%	2,59%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%	2,70%
Sermaye maliyeti	13,54%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%
Borçluluk oranı	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%
AOSM	9,86%	9,55%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%
	YEKDEM Dönemi					Geçiş Yılı		YEKDEM Sonrası		
Bin ABD Doları	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Satış gelirleri*	11.046	11.046	11.046	11.046	11.046	10.221	8.389	5.813	5.813	5.813
Faaliyet giderleri	889	889	889	889	889	889	561	561	561	561
FVÖK	10.157	10.157	10.157	10.157	10.157	9.332	7.828	5.252	5.252	5.252
FVÖK marjı	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%	91,9%	91,3%	93,3%	90,3%	90,3%	90,3%
*YEKDEM dönemi boyunca kWh başına fiyat 13,3 UScent, YEKDEM dönemi sonrası 7,0 UScent olarak alınmıştır.										
Amortisman	718	608	608	608	608	562	461	320	320	320
FAVÖK	10.875	10.764	10.764	10.764	10.764	9.894	8.289	5.571	5.571	5.572
FAVÖK marjı	98,4%	97,4%	97,4%	97,4%	97,4%	96,8%	98,8%	95,8%	95,8%	95,9%
Ticari işletme sermayesi	805	871	942	903	905	882	765	585	480	479
Değişim	-312	66	71	-39	2	-23	-117	-180	-105	-1
Yatırım harcamaları	110	110	110	110	110	102	84	58	58	58
Vergi	2.539	2.336	2.031	2.031	2.031	1.866	1.566	1.050	1.050	1.050
Serbest nakit akımları	8.537	8.252	8.552	8.661	8.620	7.949	6.757	4.643	4.568	4.464
AOSM	9,86%	9,55%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%	9,59%
İndirgeme faktörü	0,93	0,85	0,78	0,71	0,65	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
İndirgenmiş serbest nakit akımları	7.955	7.034	6.648	6.144	5.580	4.695	3.642	2.284	2.050	1.828
Serbest nakit akımları - Bugünkü değer	47,862									

İNA Firma Değeri Hesaplama		Hesaplama	Bin USD
A	Projeksiyon dönemi serbest nakit akımları		47.862
B	Çıkış Değeri	G	30.025
C	FAVÖK - 2030		5.572
D	FAVÖK çarpanı	Yurt içi FD/FAVÖK	16,23
E	2030 sonrası devam eden FAVÖK değeri	C x D	73.308
F	2030 yılı indirgeme faktörü		0,41
G	Bugünkü değer		30.025
	Firma değeri	A + B	77.887

İNA Sonucu	TL
Firma Değeri: 77.887.000*8,4655 (09.09.2021 TCMB Kuru)	659.352.399
Net Finansal Borç (30.06.2021)	244.299.088
Özsermaye Değeri (30.06.2021)	431.812.345
Ödenmiş Sermaye (30.06.2021)	45.000.000
Pay Başına Değer	9,59

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda firma değeri **659.352.399** olarak hesaplanmıştır. 09.09.2021 TCMB USD/TL alış kuru olan 8,4655 TL'ye göre Şirket'in özsermaye değeri **431.812.345 TL** olarak bulunmuştur.

2.3. Pazar Yaklaşımı Yöntemi

YURTİÇİ ELEKTRİK ÜRETİM SEKTÖRÜ KARŞILAŞTIRILABİLİR ŞİRKETLER (30.06.21)						
HİSSE	PİYASA DEĞERİ* (PD)	FİRMA DEĞERİ** (FD)	FAVÖK**	FD/FAVÖK**	F/K*	PD / DD
AKENR	1.334.370.120	7.957.132.599	426.655.903	18,65		
AKSUE	382.470.000	421.883.507	10.929.625	38,60		
AYDEM	4.942.050.000	10.346.918.784	804.581.554	12,86		0,93
AYEN	1.345.875.000	3.742.599.170	385.834.966	9,70		1,41
CANTE	4.067.200.000	5.660.627.657	271.623.208	20,84		4,68
ESEN	2.206.720.000	2.992.723.978	99.360.026	30,12	3,30	1,57
GWIND	1.962.684.650	2.539.416.581	279.363.760	9,09	16,53	2,33
NATEN	1.233.540.000	2.050.256.064	90.759.454	22,59	2,79	1,19
ODAS	2.086.000.000	41.253.654.127	2.989.395.227	13,80		2,17
ZOREN	4.275.000.000	20.084.921.000	2.030.831.244	9,89		2,33
MEDYAN	23.835.909.770	97.050.133.467	7.389.334.966	16,23	7,54	1,87

*10 Eylül 2021 Piyasa Verileri

**30 Haziran 2021 Finansal Raporlar

TL	30.06.2021
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	65.158.621
Düzeltilmiş FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	53.614.730
Amortisman (Yıllıklandırılmış)	21.992.958
Net Kar (Yıllıklandırılmış)	35.170.051
Özkaynak	431.812.345
Ödenmiş Sermaye	45.000.000
Net Finansal Borç	244.299.088

Çarpan Analizi Hedef Piyasa Değeri (TL)			
Çarpanlar	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK - Net Borç	625.594.063	33,33%	208.510.501
F/K	265.182.184	33,33%	88.385.222
PD/DD	807.489.085	33,33%	269.136.112
Piyasa Değeri			566.031.835
Pay Değeri			12,57

3. Sonuç ve Yorumlar

Değerleme Sonucu (10.09.2021)	Hedef değer (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş nakit akımları	415.053.310	55%	228.279.320
Çarpan analizi	566.031.835	35%	198.111.142
Defter değeri	431.812.345	10%	43.181.234
Hedef piyasa değeri			469.571.697
Çıkarılmış sermaye			45.000.000
Pay başına değer			10,43
İskonto			20%
İskonto sonrası piyasa değeri			375.657.358
İskonto sonrası pay başına değer			8,35

Değerleme Sonucu (22.06.2021)	Hedef değer (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş nakit akımları	422.134.263	55%	232.173845
Çarpan analizi	503.382.555	35%	178.449.116
Defter değeri	409.802.818	10%	39.136.169
Hedef piyasa değeri			449.759.130
Çıkarılmış sermaye			45.000.000
Pay başına değer			9,99
İskonto			20%
İskonto sonrası piyasa değeri			359.807.304
İskonto sonrası pay başına değer			8,00

Şirketimizin 31.03.2021 finansal verileri ve 22.06.2021 piyasa verileri baz alınarak A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 22.06.2021 tarihli halka arz fiyat tespit raporunda ("**Rapor**") kullanılan projeksiyonlar ve yöntemlerle Şirketimizin 30 Haziran 2021 tarihli finansal verileri ve 10 Eylül 2021 tarihli piyasa verileri uygulandığında işbu rapor tarihindeki;

- İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değerindeki yaklaşık %1,7'lik azalışın dolar kurundaki dalgalanmalar ile,
- Çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değerindeki yaklaşık %12,5'lik artışın aynı dönemde BİST Elektrik Endeksindeki %15'lik yükselişle,

açıklanabildiği bu nedenle Raporda Şirketimizin piyasa değerini tahmin etmede kullanılan yöntem ve projeksiyonların makul olduğu kanaatine varılmıştır.

Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

Özgür Mungan

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi

Hasan Recai ANBARCI

