

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

‘Kartal Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Kartal Yenilenebilir Enerji”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket 2014 yılında “H15 Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.” unvanı ile kurulmuş, 18 Mart 2021 tarihinde ise Genel Kurul kararı ile unvanı “Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.” olarak değiştirilmiştir. Şirket’in merkezi Beşiktaş/İstanbul’da yer almaktadır.

Şirket’in fiili faaliyet konusu güneş enerjisi santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin dağıtım şirketlerine Yenilenebilir Enerji Kaynakları Destekleme Mekanizması (YEKDEM) kapsamında satışlarıdır.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

Şirket’in sahip olduğu santrallere, hangi bağlı ortaklığa ait olduğu, YEKDEM kabul ve bitiş süreleri ve kurulu güçleri ile kurulu alanlarına ilişkin bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Bağlı Ortaklık	Mevki	Kurulu Güç (kWp) (AC)	YEKDEM Bitiş
Alsun İşletme ve Yönetim A.Ş.	Manisa	8.000	Mayıs 2026
Anilin-E Prodok. Yay. Tic A.Ş.	Sivas	1.000	Nisan 2027
Agrolive Attalos Taş. San. ve Tic. A.Ş.	Manisa	2.932	Temmuz 2027
Gesin Elekt. Üret. San. ve Tic. A.Ş.	Denizli	2.400	Ekim 2027
H23 Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.	Aksaray	1.998	Aralık 2027
H1 Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.	Sivas	6.000	Nisan 2027
Krt Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.	Manisa	8.991	Ekim 2027
Osdes Enerji Elekt. Ürt. A.Ş.	Sivas	1.000	Nisan 2027
Szn Enerji San. ve Tic. A.Ş.	Manisa	3.996	Mayıs 2027
TOPLAM		36.317	

Güneş enerjisi panelleri vasıtasıyla üretilen doğru akım (DC) çeviriciler vasıtasıyla alternatif akıma (AC) dönüştürülerek, Trafo Merkezlerine iletilirken, Trafo Merkezleri ise Dağıtım Merkezlerine bağlanır. Dağıtım Merkezleri çıkışı ise, Bağlantı Noktası üzerinden şebekeye elektriği verir.

Başlıca Finansal Göstergeler:

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablolarında fonksiyonel para birimi ABD Doları'dır. Şirket satışlarının tamamının ABD Doları cinsinden gerçekleşmesi ve Şirket'in finansman faaliyetlerini en çok etkileyen para biriminin ABD Doları olması dikkate alınarak Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD Doları'nın etkisinin önemli olması ve Şirket ile alakalı durumların altında yatan ekonomik özü yansıtmaması nedeniyle fonksiyonel para birimi ABD Doları olarak belirlemiştir.

ABD Doları olarak 31.03.2021 tarihli bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar TMS 21 kapsamında, bilanço kalemleri bilanço tarihindeki TCMB ABD Doları döviz alış kurundan TL'ye çevrilmiş, gelir tablosu ise aylık ortalama döviz kurları kullanılarak TL'ye çevrilmiştir.

Konsolide Özet Finansallar (TL mn)	2018	2019	2020	31.03.2021	31.03.2020
Hasılat	18,3	39,2	65,1	10,9	12,4
<i>Değişim (%)</i>	-	%114	%66	(%12)	-
Brüt Kar	13,1	20,8	51,8	2,9	4,9
<i>Marj (%)</i>	%72	%53	%80	%27	%40
Esas Faaliyet Karı	12,2	20,3	51,4	1,9	4,8
<i>Marj (%)</i>	%67	%52	%79	%17	%39
Net Kar/Zarar	29,2	38,4	29,7	10,2	(1,6)
<i>Marj (%)</i>	%160	%98	%46	%94	(%13)
Düzeltilmiş FAVÖK*	12,5	20,2	51,5	9,3	4,8
<i>Marj (%)</i>	%68	%52	%79	%85	%39
Net Finansal Borç	143,7	197,0	229,6	245,4	
<i>Net Finansal Borç / FAVÖK</i>	11,5x	9,8x	4,5x	4,4	

Kaynak: Şirket Fiyat Tespit Raporu

*Esas faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider kalemleri hariç tutulmuştur

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket'in halka arzdan elde edeceği fonun, halka arz giderleri düşüldükten sonra kalan kısmın %85'inin yenilenebilir enerji üretim kapasitesinin artırılması amacıyla yeni tesis alımlarında kullanılması, %15'lik kısmının ise işletme sermayesi açığının kapatılmasında kullanılması planlanmaktadır. (Kaynak: Sermaye Artırımından Elde Edilecek Fonun Kullanımına İlişkin Yönetim Kurulu Raporu)

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki üç temel yöntem kullanılmıştır:

1. Maliyet Yaklaşımı: Defter Değeri Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi
3. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

1. Defter Değeri Analizi:

Defter değeri analizinde şirketin 31.03.2021 tarihli özkaynak değeri olan 409,8mn TL hedef değer kabul edilmiştir. Değerlemede bu yaklaşıma %10 ağırlık verilmiştir.

2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi:

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Değerleme şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2030 yılları için projeksiyon yapılmıştır. Projeksiyon dönemi sonunda, uç büyüme analizi yerine, şirketin YEKDEM kapsamından çıkacak olması nedeniyle 2030 yılı beklenen FAVÖK'üne 13,2x çıkış çarpanı uygulanmıştır. 13,2x çıkış çarpanına Yurtiçi benzer şirketlerin medyan çarpan değeri alınarak ulaşılmıştır.

ABD\$ 000	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Net Satışlar	11.046	11.046	11.046	11.046	11.046	10.221	8.389	5.813	5.813	5.813
Vergi Faiz Öncesi Kar (VFÖK)	10.157	10.157	10.157	10.157	10.157	9.332	7.828	5.252	5.252	5.252
VFÖK Marjı	92%	92%	92%	92%	92%	91%	93%	90%	90%	90%
Vergi	2.539	2.336	2.031	2.031	2.031	1.886	1.566	1.050	1.050	1.050
Vergi Oranı	25,0%	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,2%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
FAVÖK	10.875	10.764	10.764	10.764	10.764	9.894	8.289	5.571	5.571	5.572
FAVÖK marjı	98,5%	97,4%	97,4%	97,4%	97,4%	96,8%	98,8%	95,8%	95,8%	95,9%
Amortisman	718	607	607	607	607	562	461	319	319	320
Yatırım Harcamaları	110	110	110	110	110	102	84	58	58	58
NİS Değişimi	-312	66	71	-39	2	-23	-117	-180	-105	-1
Serbest Nakit Akışı	8538	8252	8552	8662	8621	7929	6756	4643	4568	4465
İndirgeme Oranı	0,93	0,85	0,78	0,71	0,65	0,59	0,54	0,49	0,45	0,41
İndirgenmiş Nakit Akımları	7955	7034	6648	6144	5580	4695	3642	2284	2050	1828
İNA Toplamı (1)	47.862									
2030 Sonrası FAVÖK Değeri @ 13,2x	73.308									
İndirgenmiş 2030 FAVÖK Değeri (2)	30.025									
Firma Değeri (1+2)	77.887									
Net Borç, 31 Mart 2021	29.478									
Özsermaye Değeri	48.398									
ABD\$/TL (22.06.2021 TCMB alış kuru 15:30)	8,7202									
Özsermaye Değeri (TL)	422.134									
Ödenmiş Sermaye	45.000									
Pay Başına Değer	9,38									

	AOSM				
	2021	2022	2023	2024	2025-2030
Risksiz Faiz Oranı	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%	7,04%
Piyasa Risk Primi	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%	6,50%
Beta	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kurumlar Vergisi Oranı	25%	23%	20%	20%	20%
ABD\$ Borç Maliyeti	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%	3,37%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	2,53%	2,59%	2,70%	2,70%	2,70%
Sermaye Maliyeti	13,54%	13,54%	13,54%	13,54%	13,54%
Borç Oranı	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%	33,38%
AOSM	9,86%	9,55%	9,59%	9,59%	9,59%

3. Piyasa Çarpanları Analizi:

Şirketin öz sermaye değeri hesaplanırken yurtiçi karşılaştırılabilir şirketlerin çarpan analizi kullanılmıştır. Bunun sebebi yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizi metotlarının birbirlerinden çok farklı sonuçlar üretmesi olarak açıklanmıştır. Yurtiçi çarpan analizinde aynı sektörde yer alan ve benzer iş modeline sahip şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Seçilen şirketlerin medyan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD değerleri kullanılmış ve hepsine eşit %33,33 ağırlık verilmiştir. Çarpan analizine ise toplamda %35 ağırlık verilmiştir.

<i>Çarpan Tanımları</i>	<i>Çarpan (x)</i>	<i>Özsermaye Değeri (mn TL)</i>	<i>Ağırlık</i>	<i>Sonuç (mn TL)</i>
Medyan FD/FAVÖK - Net Borç	13,2	490,627	33,33%	163,542
Medyan F/K	7,4	308,015	33,33%	102,672
PD/DD	1,7	711,506	33,33%	237,169
Özsermaye Değeri				503,383
Pay Değeri				11,19

D) SONUÇ:

İNA (%55), Çarpan Analizi (%35) ve Defter Değeri (10%) hesaplamalardan çıkan değerler sonucu 449,7 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **9,99 TL** olarak hesaplanmıştır. Bulunan değere %20 halka arz iskontosu uygulanarak **8,00 TL**'lik halka arz fiyatına ulaşılmıştır.

<i>Değerleme Yöntemleri</i>	<i>Özsermaye Değeri (mn TL)</i>	<i>Ağırlık</i>	<i>Sonuç (mn TL)</i>
İNA	422,1	55,00%	232,2
Yurtiçi Çarpan Analizi	503,3	35,00%	178,4
Net Defter Değeri	409,8	10,00%	39,1
Özsermaye Değeri			449,8
Pay Değeri			9,99
İskonto Oranı			20,0%
İskonto Sonrası Özsermaye Değeri			359,8
Arz İskontosu Sonrası Pay Değeri			8,00

Kartal Yenilenebilir Enerji için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşünderiz. Bununla birlikte;

- Raporda şirketin ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) hesaplanırken kullanılan %3,37'lik ABD\$ borç maliyetinin düşük olduğu kanaatindeyiz. Şirketin 1Ç21 finansallarına göre uzun vadeli ABD\$ borç maliyetinin %6,62-%8,16 seviyesinde olduğu görülmektedir.
- Çıkış çarpanı olarak kullanılan 13,2x FD/FAVÖK'ün karşılık geldiği uç büyüme oranı dolar bazında yaklaşık %3,3'e karşılık gelmektedir. YEKDEM sonrası projeksiyon döneminde bir büyüme öngörülmediği de düşünöldüğünde bu oranın yüksek olduğunu düşünöyoruz.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında halka arz fiyatının makul olduğu görüşünderiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2021