

KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş. HALKA ARZ FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU - II



**Meydan Sok. No:1 Kat:2 D: 5-6 34398 Maslak,
Beşiktaş/İstanbul
www.a1capital.com.tr**

23.05.2022

İÇİNDEKİLER

1. Değerlendirme Raporunun Amacı	3
2. Halka Arza İlişkin Özet Bilgi.....	3
3. 02.07.2021 Tarihinde KAP'ta Yayınlanan Fiyat Tespit Raporu	4
3.1 İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi	5
3.2 Çarpan Analizi	6
3.3 Değerleme Sonucu	7
4. Halka Arz Sonuçları.....	7
5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans	8
6. Halka Arz Sonrası Önemli Gelişmeler.....	11
7. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri	12
8. Halka Arz Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler.....	12

1. DEĞERLENDİRME RAPORUNUN AMACI

Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22.06.2013 tarih ve 28685 sayılı Resmi Gazete’de yayınlanan Pay Tebliği Seri: VII, No: 128.1 (“Tebliğ”) 29. Madde 4. fıkrası uyarınca,

“Payların ilk halka arzında fiyat tespit raporunu hazırlayan halka arzda satışa aracılık eden kuruluşun, payların borsada işlem görmeye başlamasından sonraki bir yıl içinde en az iki değerlendirme raporu hazırlaması zorunludur. İki değerlendirme raporunun düzenlenmesi durumunda; ilk raporun payların borsada işlem görmeye başlamasından altı ay sonra yapılması ve ikinci rapor ile ilk rapor arasındaki sürenin asgari olarak dört ay olması ve bu raporlarda halka arz fiyatı ile borsa fiyatı arasındaki farklılıkların nedeni hakkında değerlendirmelerde bulunulması zorunludur. İki den fazla beşten az değerlendirme raporu düzenlemesi durumunda ise, bu raporlar arasında asgari olarak üç ay bulunması zorunludur. Bu fıkra çerçevesinde hazırlanan raporların KAP’ta ortaklığa ilişkin bölümde ve halka arzda satışa aracılık eden yetkili kuruluşun internet sitesinde yayımlanması zorunludur.”

Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim Anonim Şirketi (“Kartal Enerji” veya “Şirket”) paylarının ilk halka arzında Tebliğ’in 29. Madde 1. fıkrası uyarınca halka arza aracılık eden A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“A1 Capital”) tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu 02.07.2021 tarihinde KAP’ta yayınlanmış ve Şirket payları 16.07.2021 tarihinde KARYE.E koduyla işlem görmeye başlamıştır.

İşbu Değerlendirme Raporu, Fiyat Tespit Raporu’nu müteakip Tebliğ’in 29. Madde ve 4. fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Kartal Enerji’nin nihai halka arz fiyatı ile rapor tarihi olan 23.05.2022 tarihine kadar (-1 iş günü olacak şekilde 20.05.2022 kapanış) oluşan borsa fiyatı arasındaki farklılıkların olası nedenleri hakkında değerlendirmeleri içermektedir. İşbu rapor, değere ilişkin herhangi bir görüş içermemekte olup, raporda yer alan değerlendirmeler herhangi bir tavsiye niteliği taşımamaktadır.

2. HALKA ARZA İLİŞKİN ÖZET BİLGİ

Şirket’in çıkarılmış sermayesinin 45.000.000 TL’den 55.000.000 TL’ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 10.000.000 TL nominal değerli B Grubu pay ve mevcut ortaklardan Orhun KARTAL’ın sahip olduğu 5.000.000 TL nominal değerli pay olmak üzere toplam 15.000.000 TL nominal değerli payların 8,00 TL fiyat seviyesinden halka arzına ilişkin İzahnamesi ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 01.07.2021 ve 2021/32 sayılı sayılı haftalık bülteninde açıklandığı üzere onaylanmıştır.

Şirket’in paylarının halka arzı kapsamında 1 TL nominal değerli payın 8,00 TL fiyat seviyesinden Borsa’da Satış – Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış yöntemi ile 09 – 12 Temmuz 2021 tarihleri arasında gerçekleştirilmiştir. Sermaye artırım ve mevcut ortak satışı yoluyla halka arz edilen toplam 15.000.000 TL nominal değerli 15.000.000 adet pay ile 120.000.000 TL halka arz büyüklüğüne ulaşılmıştır.

Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğünün toplamda 1,74 katına denk gelen 208.833.168 TL karşılığı filtre edilmemiş 26.104.146 TL nominal değerli talep gelmiştir. Halka arza toplamda 16.209 yatırımcı katılmıştır.

Şirket'in halka arz öncesinde 02.07.2020 tarihinde KAP'ta ilan edilen Fon Kullanım Yerlerine İlişkin Rapor'da halka arzdan beklenen net gelir ile işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması ve yenilenebilir enerji üretim kapasitesinin artırılması hedeflenmiştir.

3. 02.07.2021 TARİHİNDE KAP'TA YAYINLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

02.07.2021 tarihinde KAP'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'in 31.12.2018, 31.12.2019 ve 31.12.2020 tarihli Türkiye Muhasebe Standartları'na göre hazırlanmış yıl sonu konsolide finansal tabloları ile 31.03.2021 tarihli Bağımsız Denetimden Geçmiş ara dönem finansal tabloları baz alınmıştır.

Kartal Enerji'nin değerinin tespiti amacıyla İndirgenmiş Nakit Akımları analizi ("İNA"), Çarpan Analizi ve Net Defter Değeri yöntemleri kullanılmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine %55, Çarpan Analizine %35 ve Net Defter Değeri Analizine %10 oranlarında ağırlık verilerek Şirket değeri hesaplanmıştır.

İNA analizinde gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ışığında ve şirketin 5 yıllık iş planı doğrultusunda 2021 – 2030 yılları için hazırlanmıştır. Net Defter Değeri Analizinde, maddi duran varlıkların yeniden değerlemesi sonucunda ortaya çıkan değer artışları özkaynaklara dahil edilmiştir. Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında Şirket'in 2020 yıl sonu gerçekleşen tutarları kullanılmıştır. UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri 20.1 maddesi uyarınca Pazar (Piyasa Çarpanları) Yaklaşımı kapsamında "Borsada Kılavuz Emsaller Yöntemi" kullanılmıştır. Şirket için yapılan yurt içi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanına mümkün olduğu kadar yakın şirketler seçilmeye çalışılmıştır. Bu kapsamda Borsa İstanbul'a kote olup Elektrik Üretim sektöründe faaliyet gösteren şirketler incelenmiştir. Buna göre, değerlendirme tarihi (22 Haziran 2021) kapanışı itibarıyla Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlerimize (faaliyet alanı) uyan Elektrik Üretim Sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur.

Tablo 1 Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler						
Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/S	
Ak Enerji	998.955	0,0	0,0	17,5	3,4	
Aksa Enerji	7.302.844	12,1	1,6	6,1	1,3	
Aksu Enerji	185.460	0,0	6,7	24,0	15,1	
Aydem Enerji	4.808.100	0,0	0,9	11,2	8,2	
Ayen Enerji	1.221.000	0,0	1,4	11,3	4,8	
Biotrend Çevre ve Enerji	2.803.500	70,0	11,6	46,2	12,4	
Çan2 Termik	2.416.000	0,0	3,8	15,0	5,1	
Enerjisa Enerji	12.200.442	9,5	1,8	5,8	1,0	
Esenboğa Elektrik	1.843.200	2,7	1,4	27,2	14,7	
Galata Wind Enerji	1.989.424	14,0	2,4	9,5	7,4	
Naturel Enerji	1.189.320	2,7	1,2	28,8	12,6	
Naturelgaz	946.450	10,0	2,6	8,9	1,9	
Odaş Elektrik	1.146.000	0,0	1,9	10,9	3,3	
Pamukova Elektrik	1.038.584	156,2	14,0	223,6	137,7	
Zorlu Enerji	3.780.000	390,3	1,9	10,2	2,2	
Medyan	1.916.312	7,4	1,7	13,2	6,3	

Kaynak: A1 Capital, Finnet

Kartal Enerji'nin 31.03.2021'de sona eren sona ara dönem finansal tablolarında yıllıklandırılmış Net Satışlar, Net Kar, Özkaynak ve Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar ("FAVÖK") tutarları esas alınarak piyasa değeri hesaplanmıştır. Kartal Enerji'nin piyasa değerinin hesaplanmasında aşağıdaki değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır:

3.1 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizinde değerlendirme çalışması kapsamında kullanılan üretim projeksiyonları, Şirket tarafından sağlanan üretim ve tarife parametreleri kullanılarak tarafımızca hazırlanmış olup Şirket tarafından onaylanmıştır. Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış, bu bilgilerin güvenilirliği ve doğruluğu teyit edilmemiştir.

YEKDEM sonrası elektrik fiyatı öngörüsü için kwh/0,07 USD/cent seviyesi dikkate alınmış ve tarafımızca tahmin edilen üretim değerleri ile çarpılarak elektrik satış gelirlerine ulaşılmıştır. Şirket tesislerinin ana gelir kalemleri ABD doları cinsinden olduğu için projeksiyonlar ABD doları olarak hazırlanmıştır. Elektrik satışları dışında başka bir gelir kalemi bulunmayan Şirket'e ait bağlı ortaklıkların faaliyet giderleri de ABD Doları olarak dahil edilerek gelecek 10 yıl boyunca nakit akımlarının projeksiyonu yapılmıştır. Her bir bağlı ortaklığın nakit akımları ayrı ayrı hesaplanmış ve Kartal Enerji'ye tam konsolide edildikleri için toplamaları alınarak Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.'nin 2021-2030 projeksiyon dönemi için konsolide nakit akım tutarına ulaşılmıştır. Ayrıca, amortisman gideri, GES tesislerine ek olarak arazi ve arsa hariç diğer MDV'ler de dahil edilerek Şirket'in mevcut amortisman politikası altında tahmin edilmiştir. Son tahlilde, vergi sonrası Şirket'e ait hesaplanan serbest nakit akımları, AOSM değerleriyle hesaplanan indirgeme faktörleri kullanılarak bugüne indirgenmiştir. Fiyat Tespit Raporu tarihi olan 22.06.2021 itibarıyla İNA sonucu aşağıda gösterilmektedir:

Tablo 2	İNA Sonucu (000 ABD Doları)
Firma değeri	77.887
Net Borç	29.478
Özsermaye Değeri	48.409
USD/TL Kuru (22.06.2021 TCMB USD/TL Alış Kuru 15:30)	8,7202
Özsermaye Değeri (000 TL)	422.134
Ödenmiş Sermaye (31.03.2021; TL)	45.000
Pay Başına Değer (TL)	9,38

Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, KAP

Firma değerinden Şirket'in 29,5 milyon ABD Doları olan düzeltilmiş net borç pozisyonu düştüğümüzde Şirketin Hedef Özsermaye Değeri 48,4 milyon ABD doları olarak hesaplanmaktadır. Şirket'te azınlık payı bulunmamaktadır. İNA yaklaşımı altına, bu döviz kuru seviyesinde, Şirket'in 45 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan halka arz öncesi, pay başına değeri 9,38 TL'dir.

3.2 Çarpan Analizi

3.2.1 Yurtiçi Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı altında Şirketin piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanı ile 31.03.2021 tarihli Özkaynaklar ve F/K çarpanı ile 31.03.2021 itibarıyla yıllıklandırılmış Net Kar çarpılarak firma değerine ulaşılmıştır. FD/FAVÖK çarpanı ile 31.03.2021 tarihli gelir tablosunda “esas faaliyetlerden diğer gelir ve gider kalemleri” düşülerek hesaplanan “düzeltilmiş” FAVÖK değerinin yıllıklandırılmış tutarından 31.03.2021 sonunda 245,4 milyon TL olan net finansal borç tutarının düşülmesiyle Çarpan analizi altında “hedef piyasa” değerlerine ulaşılmıştır.

Tablo 3	Çarpan Analizinde Kullanılan Finansal Veriler
(TL)	31.03.2021
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	63.604.227
Düzeltilmiş FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	55.947.003
Amortisman (Yıllıklandırılmış)	7.069.036
Net Kar (Yıllıklandırılmış)	41.510.473
Özkaynak	409.802.818
Ödenmiş Sermaye	45.000.000
Net Finansal Borç (Net Nakit)	245.436.847

Kaynak: 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, KAP

* : Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Gider kalemleri FAVÖK hesabında dikkate alınmamıştır

Firma Değeri (FD/FAVÖK) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerleri ile Piyasa Değeri (F/K ve PD/DD) yaklaşımı altında elde edilen özsermaye değerlerine eşit ağırlık verilmiştir. Söz konusu ağırlıklar uygulandıktan sonra hesaplanan ağırlıklı ortalama özsermaye değerinin Şirketin halka arz öncesi ödenmiş sermayesine bölünmesiyle pay başına değer tespit edilmiştir.

Tablo 4 Yurtiçi Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı			
Çarpan Tanımları	Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL)*	Ağırlık (%)	Sonuç (TL)*
FD/FAVÖK Medyanı - Net Borç	490.627.092	33,33%	163.542.200
F/K Medyanı	308.015.646	33,33%	102.671.779
PD/DD Medyanı	711.506.437	33,33%	237.168.575
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı İskontosuz Pay Değeri (TL)		100,0%	503.382.555 11,19

Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, KAP

* : Değerleme Tarihi (22.06.2021) itibarı ile

FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanı kullanarak ulaşılan hedef piyasa değeri 503,4 milyon TL, hisse başına hedef fiyat ise 11,19 TL olarak hesaplanmaktadır.

3.2.2 Yurtdışı Çarpan Analizi

Yurtdışı çarpan analizinde Şirket'in özsermaye değeri İNA, Net Defter Değeri ve Yurtiçi çarpan analizi sonuçlarından ciddi anlamda farklılaştığından değerlendirilmesine dahil edilmemiştir.

3.3 Değerleme Yöntemi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımları yaklaşımı altında tahmin edilen özsermaye değerine %55, yurtiçi benzer firma çarpanlarına %35 ve Net Defter Değeri yaklaşımına da %10 ağırlık vererek 449,7 milyon TL tutarında halka arz öncesi hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Söz konusu hedef piyasa değerini, halka arz öncesi sermayeye bölerek pay başına hedef piyasa değeri 9,99 TL olarak hesaplanmıştır. Bulunan pay başına hedef piyasa değerine %20,00 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 8,00 TL'lik halka arz fiyatı belirlenmiştir.

Tablo 5		Değerleme Sonucu		
		Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
1.İndirgenmiş Nakit Akımları (Gelir Yaklaşımı; İNA)		422.134.263	55%	232.173.845
2.Yurtiçi Piyasa Çarpan Analizi (Piyasa Yaklaşımı)		503.382.555	35%	178.449.116
3.Net Defter Değeri (Maliyet Yaklaşımı)		409.802.818	10%	39.136.169
Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri			100%	449.759.130
<i>Çıkarılmış Sermaye</i>				45.000.000
Pay Başına Değer				9,99
İskonto Oranı				20,00%
Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri				359.807.304
İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)				8,00

Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, KAP

4. HALKA ARZ SONUÇLARI

Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. (Şirket) paylarının halka arzı 09.07.2021 ve 12.07.2021 tarihlerinde "Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi" ile Borsa İstanbul Birincil Piyasa'da gerçekleşmiştir. Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 45.000.000 TL'den 55.000.000 TL'ye artırılması nedeniyle ihraç edilen 10.000.000 TL nominal değerli paylar ile Şirket ortaklarından Orhun KARTAL'a ait 5.000.000 TL nominal değerli paylar olmak üzere, toplam 15.000.000 TL nominal değerli B Grubu Şirket payları halka arz edilmiştir.

Şirket paylarının halka arzında 1,00 TL nominal değerli payların halka arz fiyatı 8,00 TL olarak açıklanmış olup, belirlenen halka arz fiyatı ile halka arz büyüklüğü 120.000.000 TL olarak gerçekleşmiştir. Halka arz, Borsa İstanbul Birincil Piyasa'da "Borsa'da Satış-Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile yapıldığından, herhangi bir yatırımcı grubuna tahsisat yapılmamıştır.

Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğünün toplamda 1,74 katına denk gelen 208.833.168 TL karşılığı filtre edilmemiş 26.104.146 TL nominal değerli talep gelmiştir. Halka arza toplamda 16.209 yatırımcı katılmıştır. Şirket paylarının halka arzında yatırımcı grubu bazında dağıtım bilgisi aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 6
Halka Arz Sonuçları

Yatırımcı Grubu	Kişi Sayısı	Dağıtım	
		Nominal Değer (TL)	Oran (%)
Yurt İçi Bireysel	16.171	14.695.718	97,97
Yurt İçi Kurumsal	5	140.700	0,94
Yurt Dışı Bireysel	33	163.582	1,09
Yurt Dışı Kurumsal	-	-	-
TOPLAM	16.209	15.000.000	100,00

Kaynak :KAP

5. Halka Arz Sonrası Finansal ve Operasyonel Performans

Şirket paylarının 16.07.2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2021 yılı 9 ve 12 aylık finansal verilerinin yanı sıra, 2022 yılı 3 aylık finansal verilerini de açıklamıştır. Şirket'in Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

Tablo 7
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş

Gelir Tablosu (TL)	Özet Finansallar				
	1 Ocak – 31 Mart 2022	1 Ocak – 31 Mart 2021	1 Ocak – 31 Aralık 2021	1 Ocak – 31 Aralık 2020	1 Ocak – 31 Aralık 2019
Hasılat	21.935.740	10.893.028	89.020.796	65.144.130	39.205.379
Satışların Maliyeti	21.302.664	8.037.197	57.924.088	13.329.390	18.437.982
Brüt Kar/Zarar	633.076	2.855.831	31.096.708	51.814.740	20.767.398
Genel Yönetim Giderleri	1.361.797	634.463	7.765.076	351.915	558.928
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	3.639	83.245	6.957.115	43.357	121.834
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	354.789	360.535	7.503.311	107.713	67.384
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-1.079.871	1.944.078	22.785.437	51.398.469	20.262.920
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	10.093	-	43.943.524	11.806	-
Finansman Gelirleri	48.195.125	30.411.933	174.370.540	62.744.430	52.963.725
Finansman Giderleri	50.958.828	21.865.489	175.195.720	79.971.940	33.721.717
Vergi Öncesi Kar	-3.833.481	10.490.522	65.903.780	34.182.765	39.554.928
Net Dönem Karı/Zararı	-2.275.387	10.215.564	68.285.171	29.673.453	38.361.486

Kaynak :Bağımsız Denetim Raporları, KAP

Şirket'in hasılatı 31.12.2021 itibarıyla 31.12.2020 tarihine göre yıllık bazda %36,7 oranında artarak 89,0 milyon TL'ye yükselirken, 31.03.2022 tarihinde 2021 yılının aynı dönemine göre %101,4 oranında artarak bu yılın ilk üç aylık periyodunda 21,9 milyon TL'ye ulaşmıştır. Öte yandan satışların maliyetinde 2021 yılının tamamında yıllık bazda %334,6 oranında bir artış yaşanmıştır. Söz konusu artışta, Şirket'in 2021 yılında 32,6 milyon TL tutarında amortisman ayırması etkili olmuştur. Neticede brüt kar %40,0 oranında gerileyerek 31.12.2021 tarihi itibarıyla 31,1 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. 2022 yılının ilk üç ayında ise satışların maliyetinde 2021 yılının aynı döneminde göre yıllık bazda %165,1 oranında bir artış gerçekleşmiştir. 2021 yılında olduğu gibi söz konusu artışta %103,8 oranında artarak 14,6 Milyon TL'ye ulaşan Amortisman gideri etkili olmuştur. Bunun sonucunda Şirket'in brüt karı 31.03.2022 itibarıyla bir önceki yılın aynı dönemine göre %77,8 oranında azalarak 633 bin TL düzeyine gerilemiştir.

Faaliyet giderlerinin ana alt kalemlerinden biri olan genel yönetim giderleri 31.03.2022 itibarı ile

2021 yılının aynı dönemine göre %114,6 oranında artış gösterirken, döviz kuru farklarının izlendiği Esas Faaliyetlerden Net Diğer Giderler hesabında %26,6 oranında artış gerçekleşmiş ve 351 bin TL düzeyinde net gider oluşmuştur. Bu şekilde, 2021 sonu itibarı ile 22,8 milyon TL Esas Faaliyet Karı elde eden Şirket, 2022 yılının ilk üç ayına 1,1 milyon TL tutarında Esas Faaliyet Zararı ile karşılaşmıştır. 2021 yılında 32,6 milyon TL, 2022 yılının ilk üç ayında da 14,6 milyon TL tutarında Tesis, Makine ve Cihazlar için amortisman ayıran Şirket'in FAVÖK tutarı 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihli Bağımsız Denetimden geçmiş finansal tablolarında sırasıyla 81,9 milyon TL ve 13,5 milyon TL olarak açıklanmıştır. 2021 yılının tamamında 825,2 bin TL seviyesinde gerçekleşen net finansman gideri, 2022 yılının ilk üç ayında 2,7 milyon TL olmuştur. Tüm bu gelişmelerin neticesinde Şirket'in vergi öncesi karı 31.12.2021 tarihinde yıllık bazda %92,8 oranında artarak 65,9 milyon TL'ye yükselirken, 2022 yılının ilk üç ayında artan finansman gideri ve genel yönetim giderlerine ek olarak ayrılan amortisman nedeniyle 3,8 milyon TL tutarında zarara dönüşmüştür. Şirket'in net dönem karı ise 31.12.2021 tarihinde yıllık bazda %130,1'lik artışla 68,3 milyon TL seviyesinde gerçekleşirken, 31.03.2022 tarihinde ise 2,3 milyon TL düzeyinde net dönem zararı oluşmuştur.

Karlılık marjlarındaki gelişme ise şu şekilde olmuştur: 2021 yılı sonunda %34,9 olan brüt kar marjı 2022 yılının ilk üç ayında %2,9'a, FAVÖK marjı %92,00'dan %61,7ye'a gerilerken, 2021 sonunda %76,7 olan net kar marjı 2022 yılının ilk üç ayında yukarıda belirtilen nedenlerden ötürü 'eksi' %10,4 seviyesinde gerçekleşmiştir. Öte yandan, Şirket'in 31.12.2020 tarihinde 229,6 milyon TL olan net finansal borç pozisyonu, 31.12.2021 tarihinde 375,4 milyon TL seviyesine, 31.03.2022 tarihinde ise 415,8 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Bu şekilde 2020 yılında 4,43 olan Net Borç/FAVÖK oranı 31.12.2021 tarihinde 4,58 seviyesinde gerçekleşirken, 31.03.2022 itibarıyla yıllıklandırılmış veriler üzerinden Şirket'in net nakit pozisyonunun FAVÖK'e oranı 4,82 düzeyinde olmuştur.

Kartal Enerji'nin A1 Capital tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan projeksiyonlar ve 31.03.2022 itibarıyla gerçekleşmeler takip eden tabloda özetlenmiştir.

Tablo 8 Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.				
Özet Finansallar				
Bilanço (TL)	31.03.2022	31.12.2021	31.12.2020	31.12.2019
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.287.294	21.823.513	443.286	24.708
Ticari Alacaklar	20.671.870	14.720.336	8.494.829	4.394.934
Diğer Alacaklar	214.701	212.565	14.872	6.449.253
Peşin Ödenmiş Giderler	219.218	29.336	78.439	1.937.072
Diğer Dönen Varlıklar	1.376.805	1.770.201	7.963	9.596
Toplam Dönen Varlıklar	41.769.888	38.555.951	9.039.389	12.815.563
Diğer Alacaklar	103.570	103.570	67.402	25.401.936
Finansal Yatırımlar	19.710.457	17.455.834	-	-
Maddi Duran Varlıklar	1.502.113.201	1.344.576.918	643.864.083	530.234.553
Peşin Ödenmiş Giderler	42.335	20.108	23.026	21.836
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0	0	0	-
Toplam Duran Varlıklar	1.521.976.696	1.362.161.153	643.954.511	555.658.325
Toplam Varlıklar	1.563.746.585	1.400.717.104	652.993.899	568.473.886
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısımları	84.925.085	77.608.100	19.254.833	23.470.537
Ticari Borçlar	4.584.775	1.230.021	291.887	467.317

Diğer Borçlar	4.273.480	5.148.753	1.236.339	228.812
Ertelenmiş Gelirler	-	1.594.472	1.319.964	1.206.252
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	94.249.725	85.770.437	22.103.023	25.372.918
Uzun Vadeli Borçlanmalar	350.219.286	319.614.711	210.830.144	173.537.363
Ticari Borç	-	-	-	-
Diğer Borçlar	-	-	2.751.307	107.647.147
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	169.091.867	151.275.472	66.190.369	51.819.993
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	519.434.297	471.009.887	279.771.819	333.004.502
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	55.000.000	45.000.000	17.500
Paylara İlişkin Primler/İskontolar	70.000.000	70.000.000	-	-
Ortak Kontrole Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244	-
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	692.574.289	584.173.119	239.640.567	-
Geçmiş Yıllar Karları	201.904.905	133.619.734	103.946.281	65.617.479
Net Dönem Karı veya Zararı	-2.275.387	68.285.171	29.673.453	38.361.486
Toplam Özkaynaklar	950.062.563	843.936.780	351.119.057	210.096.465
Toplam Yükümlülük ve Özkaynaklar	1.563.746.585	1.400.717.104	652.993.899	568.473.886

Kaynak :Bağımsız Denetim Raporları, KAP

Şirket'in izahnamede yer alan finansal tablolarında fonksiyonel para birimi ABD Doları'dır. Şirket'in satışlarının tamamı ABD Doları (USD) cinsinden gerçekleşmekte olduğu ve Şirket'in finansman faaliyetlerini en çok etkileyen para biriminin USD olduğu dikkate alınarak Şirket'in faaliyetleri üzerinde ABD Doları'nın etkisinin önemli olması ve Şirket ile alakalı durumların altında yatan ekonomik özü yansıtması nedeniyle Şirket finansal tablolarında fonksiyonel para birimini ABD Doları olarak belirlemiştir. ABD Doları olarak hazırlanan finansal tabloların raporlaması 31.12.2021 ve 31.03.2022 tarihli Bağımsız Denetim Raporlarının 2.1.4.1 numaralı dip notu uyarınca TMS 21 kapsamında i) Bilançodaki varlık ve yükümlülükler bilanço tarihindeki TCMB tarafından açıklanan ABD Doları döviz alış kuru, ii) kar veya zarar ve diğer kapsamlı gelir tablosu aylık ortalama döviz kurları kullanılarak TL'ye çevrilmiştir.

Yukarıda bahsi geçen çevirim işlemlerinin ardından, Kartal Enerji için A1 Capital tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2021 ve 2022 yıl sonu projeksiyonları ve 31.03.2022 bilanço dönemi itibarıyla gerçekleşen verileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Tablo 9

Projeksiyon ve Gerçekleşen Karşılaştırması
31.03.2022 Tarihli Özet Finansallar
(ABD Doları 000)

	31.03.2022	31.03.2022	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2021	31.03.2022	31.12.2021
	Yıllıklandırılmış*	Dönem Sonu	Dönem Sonu	Projeksiyon	Projeksiyon	Gerçekleşme Oranı**	Gerçekleşme Oranı
Hasılat	10.106	1.577	10.006	11.046	11.046	91,5%	90,6%
Amortisman Gideri	3.748	1.049	3.670	608	718	616,5%	511,1%
FAVÖK	8.941	972	9.203	10.764	10.875	83,1%	84,6%
FAVÖK Marjı	88,5%	61,7%	92,0%	97,4%	98,4%	90,8%	93,5%
USD/TRY***	13,91	13,91	8,90				

Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, Bağımsız Denetim Raporları, KAP

* : 31.12.2021 tarihli finansal verilerden 31.03.2021 tarihli finansal verilerin çıkarılıp, 31.03.2022 tarihli verilerin eklenmesiyle hesaplanmıştır.

** : 31.03.2022 tarihli verilerin yıllıklandırılmış tutarlarının 2022 yıl sonu projeksiyonlarına bölünmesi suretiyle hesaplanmıştır.

*** : TCMB tarafından açıklanan ABD Doları döviz alış kurlarının aylık ortalamaları üzerinden hesaplanmıştır.

İNA yöntemine göre Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 ve 2022 yıllarına ilişkin hasılat her iki yıl için de 11.046 bin ABD Doları olarak tahmin edilmiştir. Kartal Enerji'nin hasılatı 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren mali dönemde hasılat tutarı 10.006 bin ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, yıl sonu projeksiyonu ile kıyaslandığında %90,6'lık gerçekleşme oranı ortaya koymuştur. 31.03.2022 tarihi itibarı ile 1.577 bin ABD Doları düzeyinde hasılat elde edilirken, çeyrekler itibarıyla aylık ortalama ABD doları kuru üzerinden döviz çevrilen finansal tablolarda yıllıklandırma işlemi yapıldığında, aynı dönem itibarı ile 10.106 bin ABD doları düzeyinde hasılat gerçekleşmiştir. Söz konusu hasılatın, 2022 yılı projeksiyonu (11.046 bin ABD doları) ile karşılaştırıldığında %91,5'lik bir gerçekleşme oranı hesaplanmaktadır.

Şirket, 2021 ve 2022 için sırasıyla 718 bin ABD doları ve 608 bin ABD doları olarak öngörülen amortisman giderinin çok üzerinde 2021 yılı için 3.670 bin ABD doları 31.03.2022 içinse 1.049 bin ABD doları (yıllıklandırılmış tutar : 3.748 bin ABD doları) tutarlarında amortisman ayırmıştır. Bu şekilde, 31.12.2021 itibarı ile 9.203 bin ABD doları düzeyinde FAVÖK tutarı oluşurken, 31.03.2022 tarihi ile sona eren mali dönemde 972 bin ABD doları (yıllıklandırılmış tutar : 8.941 bin ABD doları) tutarın FAVÖK performansı gerçekleşmiştir. Kartal Enerji'nin Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan İndirgenmiş Nakit Akımları analizine göre 31 Aralık 2021'de sona eren mali dönemde FAVÖK tutarı 10.875 bin ABD Doları (FAVÖK marjı %98,4), 31 Aralık 2022'de sona eren mali dönemde ise FAVÖK tutarı 10.764 bin ABD Doları (FAVÖK marjı %97,4), olarak projekte edilmiştir. Buna göre, 2021 ve 2022 yıllarına ilişkin olarak projeksiyonlar karşılaştırıldığında, 2021 yılı için FAVÖK'te %84,6 FAVÖK Marjında %93,5; 31.03.2022 yıllıklandırılmış FAVÖK tutarında %83,1 FAVÖK Marjında ise %90,8'lik gerçekleşme oranlarına ulaşılmıştır.

6. Halka Arz Sonrası Önemli Gelişmeler

Şirket'in Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yer alan açıklamaları çerçevesinde; Şirket'e ilişkin olarak halka arz sonrası önemli gelişmeler aşağıda özetlenmiştir.

Şirketi Yönetim Kurulu 09.08.2021 tarihinde bağlı ortaklıklarından;

- KRT ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,
- SZN ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,
- AGROLİVE ATTALOS TAŞIMACILIK SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,
- H1 SOLAR ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,
- GESİN ELEKTRİK ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,
- H23 SOLAR ENERJİ ÜRETİM SANAYİ VE TİCARET ANONİM ŞİRKETİ'nin,

operasyonel verimliliği yükseltmek, karlılığı arttırmak, maliyetleri düşürmek ve daha etkin bir yönetim sağlamak amacıyla, yine Şirket bağlı ortaklıklarından ALSUN İŞLETME VE YÖNETİM ANONİM ŞİRKETİ bünyesinde 6102 sayılı Türk Ticaret Kanunu ve Kurumlar Vergisi Kanunu'nun ilgili hükümleri uyarınca kolaylaştırılmış birleşme hükümlerine uygun olarak birleştirilmesine oybirliği ile karar vermiştir.

Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. yenilebilir enerji sektöründe (özellikle güneş enerjisi alanında) büyüme hedefi ve halka arz taahhütleri doğrultusunda, Lisanssız Elektrik mevzuatı çerçevesinde geliştirilmiş, güneş enerjisi santralleri işleten 6 adet şirketi bünyesine kazandırmak amacıyla görüşmelere başlamıştır. Bahse konu şirketlere ait güneş enerjisi santralleri Ankara ve Antalya illerinde işletmede olup, toplam kurulu güçleri yaklaşık 9,5 MWp'dir. Bu santraller, ürettikleri elektriği, geçici kabul tarihinden itibaren 10 yıl süre ile 13,3 USD cent/kWh fiyatla devlet alım garantisi ile satmaktadır.

23.09.2021 tarihinde, yukarıda bahsi geçen 6 adet şirketin sermayesini temsil eden paylarının tamamının 4.610.726 USD bedel karşılığında satın alınmasına karar verilmiş olup, bu kapsamda bağlayıcı pay alım satım sözleşmesi imzalanmıştır. Bu şekilde, Kartal Enerji bu satın alma ile toplam kurulu gücünü %23 artırarak 51,1 MWp'e ulaşmıştır.

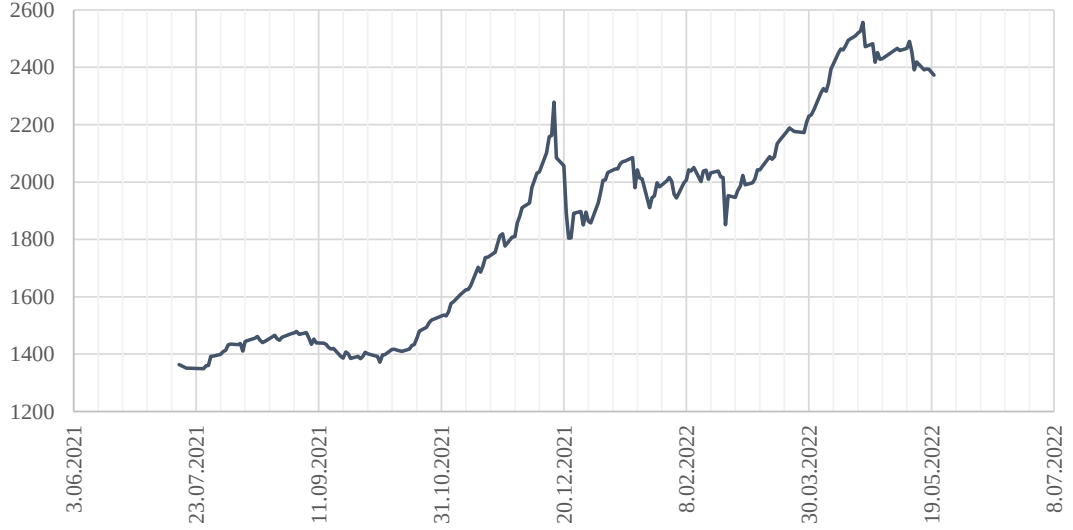
7. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

12 Temmuz 2021 tarihinde 8,00 TL pay fiyatı seviyesinde halk arzı tamamlanan Kartal Enerji'nin payları, Borsa İstanbul'da 16 Temmuz 2021 tarihinde 8,00 TL fiyat seviyesinden işleme açılmıştır. Şirket paylarının işlem görmeye başladığı tarihten itibaren altı aylık sürenin dolduğu ve 1. Değerlendirme Raporuna baz teşkil eden 14 Ocak 2022'de borsa kapanış fiyatı 17,13 TL olmuştur. Gerek 1. Değerlendirme Raporu döneminde (16 Temmuz 2021 – 17 Ocak 2022) ve gerekse 2. değerlendirme raporunun yayınlandığı 23 Mayıs 2022 tarihine kadar geçen sürede KARYE hisse senedinin performansı incelenmiştir.

8. Halka Arz Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler

Kartal Enerji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı 16 Temmuz 2021 tarihinden itibaren BIST100 endeksinin gelişimi aşağıda sunulmaktadır.

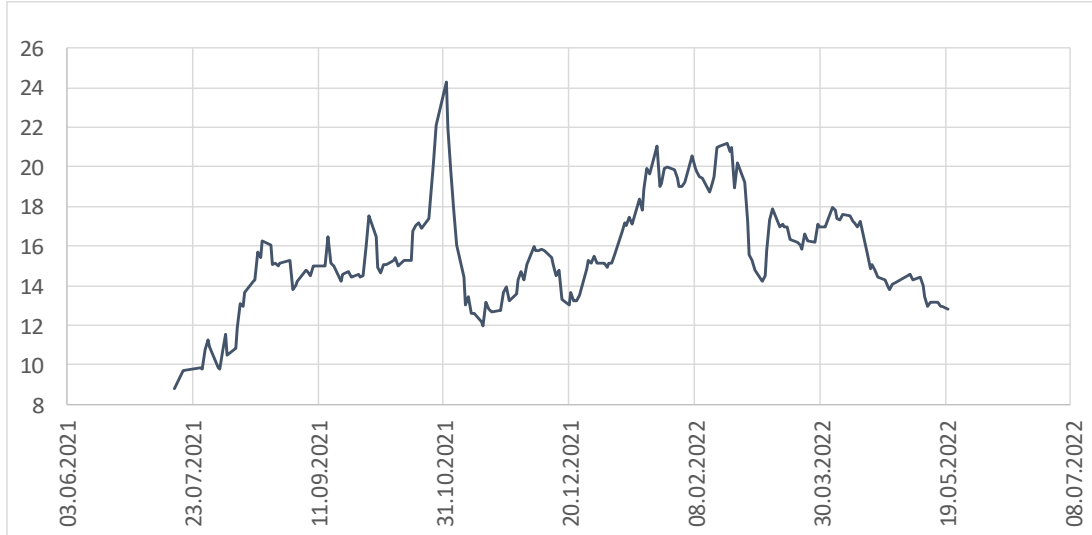
Grafik 1 – BİST 100 Endeksi



Kaynak : Bloomberg

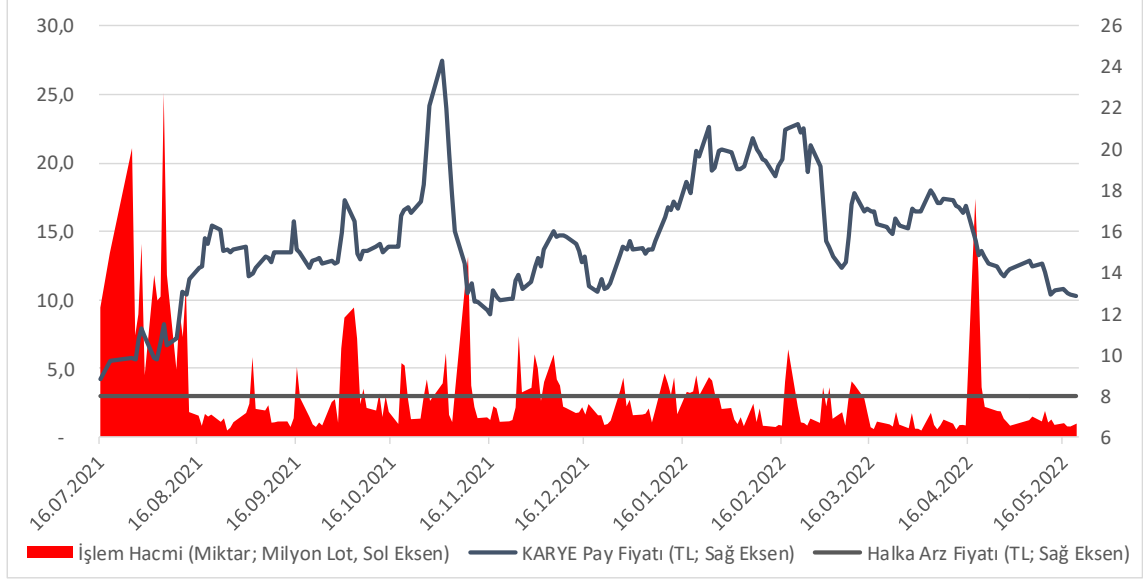
Kartal Enerji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

Grafik 2 – Kartal Enerji (KARYE) Pay Fiyatı



Kaynak : Bloomberg

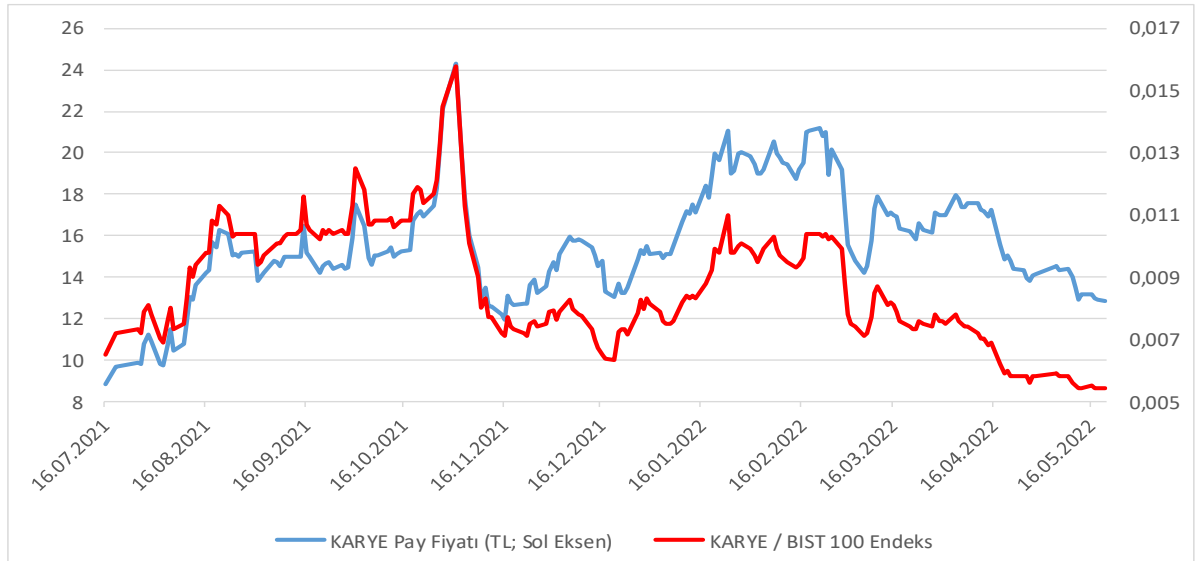
Grafik 3 – Kartal Enerji (KARYE) Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi



Kaynak : Bloomberg

Kartal Enerji pay fiyatının BIST100 endeksine göreceli performansı aşağıdaki grafikte karşılaştırmalı olarak gösterilmiştir.

Grafik 4 – Kartal Enerji (KARYE) / BİST 100 Endeksi Göreceli Performans



Kaynak : Bloomberg

12 Temmuz 2021 tarihinde 1,00 TL nominal değerli pay başına 8,00 TL fiyat seviyesinden halka arz edilen ve 16 Temmuz 2021 tarihinde Borsa İstanbul’da aynı fiyat seviyesinde işlem görmeye başlayan Kartal Enerji payları, takip eden 10 aylık periyodun ardından halka arz fiyatına göre %60,3 oranında artarak 20 Mayıs 2022 tarihli kapanış itibarıyla 12,82 TL seviyesindeki fiyatla kapanmıştır. Kartal Enerji paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından bir iş günü önce, 14 Temmuz 2021 tarihinde 1.367,25 seviyesinde kapanan BIST100 endeksi 20 Mayıs 2022 tarihi itibarıyla 2.372,35 seviyesinde kapanmıştır. Bu tarihler arasında Kartal Enerji’nin pay fiyatı halka arz fiyatı olan 8,00 TL’ye göre %60,3 oranında artış gösterirken, BIST100 endeksi ise Şirket’in işlem gördüğü dönem boyunca %73,5 oranında artmıştır. Kartal Enerji hisse senedinin halka arz edildiği günden bu yana BIST100 endeksine relatif getirisi ‘eksi’ %7,6 seviyesindedir.