



**01.01.2021-30.09.2021 DÖNEMİ
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN
VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU**

25 KASIM 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)	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	43.091.542	5.412	92.382	443.286
Ticari Alacaklar	11.808.269	10.810.294	5.704.049	8.494.829
Diğer Alacaklar	2.687.476	5.814	12.124	14.872
Peşin Ödenmiş Giderler	5.956.728	-	3.352.865	78.439
Diğer Dönen Varlıklar	2.325.868	148.086	65.079	7.963
Dönen Varlıklar	65.869.883	11.048.972	9.226.499	9.039.389
Diğer Alacaklar	74.696	66.162	65.597	67.402
Finansal Yatırımlar	11.474.565	-	-	-
Maddi Duran Varlıklar	925.723.414	747.231.477	723.142.859	643.864.083
Peşin Ödenmiş Giderler	15.244	2.383	-	23.026
Duran Varlıklar	937.287.919	747.300.022	726.289.272	643.954.511
Toplam Varlıklar	1.003.157.803	758.348.994	735.515.771	652.993.899

Kaynaklar (TL)	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020
Kısa Vadeli Yükümlülükler	88.579.654	47.532.128	44.889.351	22.103.023
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	54.587.473	44.751.696	43.189.629	19.254.833
Diğer Borçlar	21.185.920	1.391.855	499.487	1.236.339
Ticari Borçlar	11.615.088	1.257.127	676.106	291.887
Ertelenmiş Gelirler	1.043.177	-	524.129	1.319.964
Uzun Vadeli Yükümlülükler	345.479.561	279.004.521	280.823.602	279.771.819
Uzun Vadeli Borçlanmalar	236.237.684	199.552.804	202.339.600	210.830.144
Diğer Borçlar	-	1.074.655	18.081	2.751.307
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	108.410.307	78.322.073	78.465.921	66.190.369
Özkaynaklar	569.098.587	431.812.345	409.802.818	351.119.057
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	45.000.000	45.000.000	45.000.000
Ortak Kontrole Tabi Birleşmelerin Etkisi	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244
Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelir	319.208.740	306.390.827	288.108.764	239.640.567
Geçmiş Yıllar Kar veya Zararları	133.619.734	133.619.734	133.619.734	103.946.281
Net Dönem Karı veya Zararı	58.411.357	13.943.028	10.215.564	29.673.453
Toplam Kaynaklar	1.003.157.803	758.348.994	735.515.771	652.993.899

1.2. Borçluluk – Net Borç

TL	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020
Kısa Vadeli Banka Kredileri	-	-	-	-
Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısım	54.587.473	44.751.696	43.189.629	19.254.833
Uzun Vadeli Banka Kredileri	236.237.684	199.552.804	202.339.600	210.830.144
Toplam Finansal Borçlar	290.825.157	244.304.500	245.529.229	230.084.977

TL	30.09.2021	30.06.2021	31.03.2021	31.12.2020
Finansal Borçlar	290.825.157	244.304.500	245.529.229	230.084.977
Hazır Değerler	43.091.542	5.412	92.382	443.286
Net Finansal Borç	247.733.615	244.299.088	245.436.847	229.641.691
Toplam Özkaynak	569.098.587	431.812.345	409.802.818	351.119.057
Net Finansal Borç/Özkaynaklar	0,43	0,57	0,60	0,65
Düzeltilmiş Yıllıklandırılmış FAVÖK*	74.391.128	53.614.370	55.947.003	51.462.825
Yıllıklandırılmış Net Kar	80.257.201	35.170.051	41.510.473	29.673.452
Net Finansal Borç/FAVÖK	3,33	4,55	4,39	4,46

1.3. Gelir Tablosu

TL	1.01.2021 30.09.2021	1.01.2021 30.06.2021	1.01.2021 31.03.2021	1.01.2020 31.12.2020	1.01.2019 31.12.2019	1.01.2018 31.12.2018
Hasılat	64.239.383	31.034.687	10.893.028	65.144.130	39.205.379	18.311.677
Satışların Maliyeti	-39.985.205	-19.870.337	-8.037.197	-13.329.390	-18.437.982	-5.234.796
Brüt Kar/Zarar	24.254.178	11.164.350	2.855.831	51.814.740	20.767.398	13.076.882
Genel Yönetim Giderleri	-6.792.980	-1.539.158	-634.463	-351.915	-558.928	-592.613
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	39.352.635	451.862	83.245	43.357	121.834	477.735
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-2.134.046	-3.947.753	-360.535	-107.713	-67.384	-786.444
Esas Faaliyet Karı/Zararı	54.679.788	6.129.301	1.944.078	51.398.469	20.262.920	12.175.560
Finansman Gelirleri	65.294.144	43.290.056	30.411.933	62.744.430	52.963.725	92.842.736
Finansman Giderleri	-63.196.983	-35.629.048	-21.865.489	-79.971.940	-33.721.717	-74.007.498
Vergi Öncesi Kar/Zarar	57.034.736	13.790.309	10.490.522	34.182.765	39.554.928	31.009.845
Net Dönem Karı/Zararı	58.411.357	13.943.028	10.215.564	29.673.453	38.361.486	29.205.062

1.4. Karlılık

TL	1.01.2021 30.09.2021	1.01.2021 30.06.2021	1.01.2021 31.03.2021	1.01.2020 31.12.2020	1.01.2019 31.12.2019	1.01.2018 31.12.2018
Hasılat	64.239.383	31.034.687	10.893.028	65.144.130	39.205.379	18.311.677
Brüt Kar	24.254.178	11.164.350	2.855.831	51.814.740	20.767.398	13.076.882
Brüt Kar Marjı (%)	37,75%	35,97%	26,20%	79,50%	53,00%	71,40%
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Karı*	17.461.198	9.625.192	2.221.368	51.462.825	20.208.469	12.484.268
Düzeltilmiş Esas Faaliyet Kar Marjı	%27,18	31%	20,40%	79,00%	51,50%	68,20%
Düzeltilmiş FAVÖK**	52.736.233	24.689.141	2.939.623	72.943.011	20.233.002	12.484.268
Düzeltilmiş FAVÖK Marjı	%82	%80	%27	%112	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

30.09.2021 (TL)			
Defter Değeri	=	Bilanço Aktif Toplamı	- Borç Toplamı
Defter Değeri	=	1.003.157.803	- (88.579.654+345.479.561)
Defter Değeri	=		569.098.587
Ödenmiş Sermaye	=		55.000.000
Pay Başına Değer			10,35

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
FAVÖK	10.157	10.157	10.157	10.157	10.157	9.332	7.828	5.252	5.252	5.252
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>91,9%</i>	<i>91,9%</i>	<i>91,9%</i>	<i>91,9%</i>	<i>91,9%</i>	<i>91,3%</i>	<i>93,3%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,3%</i>	<i>90,3%</i>
*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
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>98,4%</i>	<i>97,4%</i>	<i>97,4%</i>	<i>97,4%</i>	<i>97,4%</i>	<i>96,8%</i>	<i>98,8%</i>	<i>95,8%</i>	<i>95,8%</i>	<i>95,9%</i>
<i>Ticari işletme sermayesi</i>	<i>805</i>	<i>871</i>	<i>942</i>	<i>903</i>	<i>905</i>	<i>882</i>	<i>765</i>	<i>585</i>	<i>480</i>	<i>479</i>
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	13,16
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*12,6082(25.11.2021 TCMB Kuru)	982.014.873
Net Finansal Borç (30.09.2021)	247.733.615
Özsermaye Değeri (30.09.2021)	734.281.258
Ödenmiş Sermaye (30.09.2021)	55.000.000
Pay Başına Değer	13,35

İndirgenmiş nakit akımları analizi sonucunda firma değeri **982.014.873 TL** olarak hesaplanmıştır. 25.11.2021 TCMB USD/TL alış kuru olan 12,6082 TL'ye göre Şirket'in özsermaye değeri **734.281.258 TL** olarak bulunmuştur.

2.3. Pazar Yaklaşımı Yöntemi

YURTIÇİ ELEKTRİK ÜRETİM SEKTÖRÜ KARŞILAŞTIRILABİLİR ŞİRKETLER (30.09.21)						
HİSSE	PİYASA DEĞERİ (PD)	FİRMA DEĞ (FD)	FAVÖK	FD/FAVÖK	F/K	PD / DD
AKENR	1.348.953.400	7.919.571.543	593.557.069	13,34		
AKSUE	686.400.000	723.397.425	12.044.626	60,06	1158,93	21,87
AYDEM	4.794.000.000	10.248.860.009	791.186.680	12,95	18,66	0,93
AYEN	1.720.500.000	4.047.796.017	445.396.359	9,09	23,51	1,72
CANTE	3.696.000.000	5.212.807.949	330.211.242	15,79	21,16	4,00
ESEN	1.803.520.000	1.846.953.503	138.955.850	13,29	2,38	0,95
GWIND	2.786.263.494	3.265.014.849	313.912.178	10,40	18,51	3,03
NATEN	1.191.960.000	1.266.833.479	117.690.354	10,76	2,43	0,87
ODAS	2.226.000.000	3.728.954.854	349.048.190	10,68	15,70	1,32
ZOREN	4.250.000.000	20.469.668.000	2.105.653.000	9,72		1,84
				11,86	9,76	1,72

*25 Kasım 2021 Finnet Verileri

**30 Eylül 2021 Finansal Raporlar

TL	30.09.2021
Net Satışlar (Yıllıklandırılmış)	76.743.128
Düzeltilmiş FAVÖK (Yıllıklandırılmış)	74.391.166
Amortisman (Yıllıklandırılmış)	26.494.447
Net Kar (Yıllıklandırılmış)	80.257.201
Özkaynak	569.098.587
Ödenmiş Sermaye	55.000.000
Net Finansal Borç	247.733.615

Çarpan Analizi Hedef Piyasa Değeri (TL)			
Çarpanlar	Piyasa Değeri	Ağırlık	Sonuç
FD/FAVÖK - Net Borç	634.467.710	33,33%	211.468.088
F/K	782.908.996	33,33%	260.943.568
PD/DD	978.849.570	33,33%	326.250.562
Piyasa Değeri			798.662.218
Pay Değeri			14,52

Sonuç ve Yorumlar

Değerleme Sonucu (25.11.2021)	Hedef değer (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş nakit akımları	734.281.258	55%	403.854.692
Çarpan analizi	798.662.218	35%	279.531.776
Defter değeri	569.098.587	10%	56.909.858
Hedef piyasa değeri			740.296.327
Çıkarılmış sermaye			55.000.000
Pay başına değer			13,46
İskonto			20%
İskonto sonrası piyasa değeri			592.237.061
İskonto sonrası pay başına değer			10,77

Değerleme Sonucu (22.06.2021)	Hedef değer (TL)	Ağırlık	Sonuç (TL)
İndirgenmiş nakit akımları	422.134.263	55%	232.173.845
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 30.09.2021 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 Eylül 2021 tarihli finansal verileri ve 25.11 2021 tarihli piyasa verileri uygulandığında işbu rapor tarihindeki;

- İNA yöntemine göre hesaplanan piyasa değerinde yaklaşık %74'lük artışın dolar kurundaki dalgalanmalar ile,
- Çarpan analizi yöntemine göre hesaplanan piyasa değerinde %59'lık ve defter değeri yöntemine göre ise %39'luk artışın dönem içerisinde toplam kurulu gücün yaklaşık %23'lük artmasına yönelik yapılan santral yatırımlarının hasılat ve net karı yükseltmesi ile,

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