

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



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

**17.01.2022**

## 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 Fiyat Hareketleri .....                        | 11 |
| 7. Halka Arz Sonrasında Fiyata Etki Eden Faktörler.....             | 11 |

## 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 konsorsiyum lideri 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 17.01.2022 tarihine kadar (-1 iş günü olacak şekilde 14.01.2022 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. Kartal Enerji’nin, bedelli sermaye artırım ve mevcut ortak satışı yoluyla halka arz edilen toplam 15.000.000 TL nominal değerli 15.000.000 adet pay dan 120.000.000 TL brüt gelir elde etmiştir.

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<br>(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              |  |
| <del>Enerjisa Enerji</del>   | <del>12.200.442</del>    | <del>9,5</del>                        | <del>1,8</del>  | <del>5,8</del>   | <del>1,0</del>   |  |
| 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             |  |
| <del>Naturel Gaz</del>       | <del>946.450</del>       | <del>10,0</del>                       | <del>2,6</del>  | <del>8,9</del>   | <del>1,9</del>   |  |
| Odaş Elektrik                | 1.146.000                | 0,0                                   | 1,9             | 10,9             | 3,3              |  |
| <del>Pamukova Elektrik</del> | <del>1.038.584</del>     | <del>156,2</del>                      | <del>14,0</del> | <del>223,6</del> | <del>137,7</del> |  |
| 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: AI Capital Menkul Değerler, 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:

| <b>Tablo 2</b>                                       | <b>INA Sonucu (000 ABD Doları)</b> |
|------------------------------------------------------|------------------------------------|
| 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.

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

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<br>Özsermaye Değeri<br>(TL)* | Ağırlık<br>(%) | Sonuç<br>(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<br>İskontosuz Pay Değeri (TL)                      |                                         | 100,0%         | 503.382.555<br>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 değerlendirme çalışmasına 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         |
| <b>Ağırlıklandırılmış Hedef Piyasa Değeri</b>          |                  | <b>100%</b> | <b>449.759.130</b> |
| <i>Çıkarılmış Sermaye</i>                              |                  |             | 45.000.000         |
| <b>Pay Başına Değer</b>                                |                  |             | <b>9,99</b>        |
| İskonto Oranı                                          |                  |             | 20,00%             |
| <b>Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri</b> |                  |             | <b>359.807.304</b> |
| <b>İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)</b>             |                  |             | <b>8,00</b>        |

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 tahsis 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 | -             | -                  | -             |
| <b>TOPLAM</b>      | <b>16.209</b> | <b>15.000.000</b>  | <b>100,00</b> |

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 aylık finansal verilerini 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 –<br>30 Eylül 2021 | 1 Ocak –<br>30 Eylül 2020 | 1 Ocak –<br>31 Aralık 2020 | 1 Ocak –<br>31 Aralık 2019 | 1 Ocak –<br>31 Aralık 2018 |
| Hasılat                            | 64.239.383                | 52.640.385                | 65.144.130                 | 39.205.379                 | 18.311.677                 |
| Satışların Maliyeti                | (39.985.205)              | (33.238.903)              | (13.329.390)               | (18.437.982)               | (5.234.796)                |
| <b>Brüt Kar/Zarar</b>              | <b>24.254.178</b>         | <b>19.401.482</b>         | <b>51.814.740</b>          | <b>20.767.398</b>          | <b>13.076.882</b>          |
| Genel Yönetim Giderleri            | (6.792.980)               | (250.274)                 | (351.915)                  | (558.928)                  | (592.613)                  |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler | 39.352.635                | 9.419.811                 | 43.357                     | 121.834                    | 477.735                    |
| Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler | (2.134.046)               | (2.141.229)               | (107.713)                  | (67.384)                   | (786.444)                  |
| <b>Esas Faaliyet Karı/Zararı</b>   | <b>54.679.788</b>         | <b>26.429.790</b>         | <b>51.398.469</b>          | <b>20.262.920</b>          | <b>12.175.560</b>          |
| Finansman Gelirleri                | 65.294.144                | 82.675.335                | 62.744.430                 | 52.963.725                 | 92.842.736                 |
| Finansman Giderleri                | (63.196.983)              | (102.391.580)             | (79.971.940)               | (33.721.717)               | (74.007.498)               |
| <b>Vergi Öncesi Kar</b>            | <b>57.034.736</b>         | <b>6.713.545</b>          | <b>34.182.765</b>          | <b>39.554.928</b>          | <b>31.009.845</b>          |
| <b>Net Dönem Karı/Zararı</b>       | <b>58.411.357</b>         | <b>7.827.609</b>          | <b>29.673.453</b>          | <b>38.361.486</b>          | <b>29.205.062</b>          |

Kaynak :Bağımsız Denetim Raporları, KAP

Şirket'in hasılatı 2021'in ilk 9 aylık döneminde 2020'nin aynı dönemine göre %22,0 oranında artarak 64,2 Milyon TL düzeyine ulaşmıştır. Öte yandan satışların maliyetinde %20,3 oranında bir artış yaşanmış ve bu şekilde brüt kar nispeten yüksek oranda artış göstererek %25,0'lik büyüme ile 24,2 milyon TL düzeyinde gerçekleşmiştir. Faaliyet giderlerinin ana alt kalemlerinden biri olan genel yönetim giderleri %2.614 oranında büyüme gösterirken, döviz kuru farklarının izlendiği Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler hesabında, TL'deki değer kayıpları neticesinde, %318 oranında artış gerçekleşmiş ve 39,3 milyon TL düzeyinde gelir oluşmuştur. Bu şekilde, yılın ilk dokuz ayında Şirket net 30,4 milyon TL tutarında net faaliyet geliri elde etmiş olup, Şirket'in esas faaliyet karı bir önceki yılın aynı dönemine göre %106,9 oranında yükselerek 54,7 milyon TL'ye ulaşmıştır.

30.09.2021 itibarı ile Şirket'in Tesis, Makine ve Cihazlar için ayırdığı amortismanların birikimli değeri 26.9 milyon TL olmuştur. 2020 yılında ise Şirket'in Tesis, Makine ve Cihazlar için



amortisman ayırmadığı görülmüştür. Tesis, Makine ve Cihazlar için ayrılan amortisman gideri esas faaliyet karına eklendiğinde, Şirket'in FAVÖK tutarının 2021'in ilk 9 aylık döneminde 2020'nin aynı dönemine göre %208,6 oranında artarak 81,5 milyon TL düzeyine ulaşmıştır. Net finansman giderlerinin %96,4 oranında arttığı 2021 yılının ilk dokuz ayında net dönem karı %646,2 oranında artarak 58,4 milyon TL seviyesine yükselmiştir. Tüm bu gelişmelerin neticesinde, 30.09.2020 tarihinde %36,9 olan brüt kar marjı 2021 yılının aynı döneminde %37,8'e, FAVÖK marjı %50,2'ten %127,0'a, net kar marjı ise %14,9'dan %90,9'a tırmanmıştır. Öte yandan, halka arz sonrasında Şirket'in nakit pozisyonundaki iyileşme neticesinde, 30.09.2020 tarihinde 8,69 olan Net Borç/FAVÖK oranı, 30.09.2021 tarihinde 3,04 düzeyine iyileşmiştir.

Kartal Enerji'nin A1 Capital tarafından yazılan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan projeksiyonlar ve 30.09.2021 itibarıyla gerçekleştirmeler takip eden tabloda özetlenmiştir.

**Tablo 8** **Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.**  
**Özet Finansallar**

| <b>Bilanço (TL)</b>                     | <b>30.09.2021</b>    | <b>31.12.2020</b>  | <b>31.12.2019</b>  | <b>31.12.2018</b>  |
|-----------------------------------------|----------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Nakit ve Nakit Benzerleri               | 43.091.542           | 443.286            | 24.708             | 357.252            |
| Ticari Alacaklar                        | 11.808.269           | 8.494.829          | 4.394.934          | 1.223.076          |
| Diğer Alacaklar                         | 2.687.477            | 14.872             | 6.449.253          | 936.200            |
| Peşin Ödenmiş Giderler                  | 5.956.728            | 78.439             | 1.937.072          | 1.186.671          |
| Diğer Dönen Varlıklar                   | 2.325.868            | 7.963              | 9.596              | 49.131             |
| <b>Toplam Dönen Varlıklar</b>           | <b>65.869.883</b>    | <b>9.039.389</b>   | <b>12.815.563</b>  | <b>3.752.330</b>   |
| Diğer Alacaklar                         | 74.696               | 67.402             | 25.401.936         | 11.887.513         |
| Maddi Duran Varlıklar                   | 925.723.414          | 643.864.083        | 530.234.553        | 209.325.091        |
| Peşin Ödenmiş Giderler                  | 15.244               | 23.026             | 21.836             | 42.659             |
| Ertelenmiş Vergi Varlığı                | 0                    | 0                  | -                  | -                  |
| <b>Toplam Duran Varlıklar</b>           | <b>937.287.919</b>   | <b>643.954.511</b> | <b>555.658.325</b> | <b>221.255.263</b> |
| <b>Toplam Varlıklar</b>                 | <b>1.003.157.803</b> | <b>652.993.899</b> | <b>568.473.886</b> | <b>225.007.593</b> |
| Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısımları | 54.587.473           | 19.254.833         | 23.470.537         | 14.762.264         |
| Ticari Borçlar                          | 11.615.088           | 291.887            | 467.317            | 807.159            |
| Diğer Borçlar                           | 21.185.920           | 1.236.339          | 228.812            | 27.831             |
| Ertelenmiş Gelirler                     | 1.043.177            | 1.319.964          | 1.206.252          | 828.749            |
| <b>Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>88.579.654</b>    | <b>22.103.023</b>  | <b>25.372.918</b>  | <b>16.426.003</b>  |
| Uzun Vadeli Borçlanmalar                | 236.237.684          | 210.830.144        | 173.537.363        | 129.308.596        |
| Ticari Borç                             | 750.000              |                    |                    |                    |
| Diğer Borçlar                           | 0                    | 2.751.307          | 107.647.147        | 28.400.615         |
| Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü            | 108.410.307          | 66.190.369         | 51.819.993         | 1.971.127          |
| <b>Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler</b> | <b>345.479.561</b>   | <b>279.771.819</b> | <b>333.004.502</b> | <b>159.681.378</b> |
| Ödenmiş Sermaye                         | 55.000.000           | 45.000.000         | 17.500             | 17.500             |
| Hisse Senedi İhraç Primleri             | 70.000.000           |                    |                    |                    |
| Geçmiş Yıllar Karları                   | 133.619.734          | 103.946.281        | 65.617.479         | 9.626.707          |
| Net Dönem Karı veya Zararı              | 58.411.357           | 29.673.453         | 38.361.486         | 29.205.062         |
| <b>Toplam Özkaynaklar</b>               | <b>569.098.587</b>   | <b>351.119.057</b> | <b>210.096.465</b> | <b>48.900.210</b>  |
| <b>Toplam Yükümlülük ve Özkaynaklar</b> | <b>1.003.157.803</b> | <b>652.993.899</b> | <b>568.473.886</b> | <b>225.007.593</b> |

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 30.09.2021 tarihli Bağımsız Denetim Raporunun 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 yıl sonu projeksiyonları ve 30.09.2021 bilanço dönemi itibarıyla gerçekleşen verileri aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

| <b>Tablo 9 30.09.2021 Özet Finansallar Projeksiyon ve Gerçekleşen Karşılaştırması</b> |                                   |                                   |                                   |                              |
|---------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------------|------------------------------|
| <b>(ABD Doları)</b>                                                                   | <b>30.09.2020<br/>Gerçekleşme</b> | <b>30.09.2021<br/>Gerçekleşme</b> | <b>31.12.2021<br/>Projeksiyon</b> | <b>Gerçekleşme<br/>Oranı</b> |
| Hasılat                                                                               | 7.831                             | 7.941                             | 11.046                            | 71,9%                        |
| Satışların maliyeti                                                                   | 4.945                             | 4.943                             | 627                               | 788,3%                       |
| <b>Brüt Kar</b>                                                                       | <b>2.886</b>                      | <b>2.998</b>                      | <b>10.419</b>                     | <b>28,8%</b>                 |
| Brüt Kar Marjı                                                                        | 36,9%                             | 37,8%                             | 94,3%                             | 40,0%                        |
| Esas Faaliyet Geliri                                                                  | 1.046                             | 3.761                             | 263                               | 1430,1%                      |
| <b>Faaliyet karı</b>                                                                  | <b>3.932</b>                      | <b>6.759</b>                      | <b>10.157</b>                     | <b>66,5%</b>                 |
| Faaliyet kar marjı                                                                    | 50,2%                             | 85,1%                             | 92,0%                             | 92,6%                        |
| <b>FAVÖK</b>                                                                          | <b>3.932</b>                      | <b>10.082</b>                     | <b>10.875</b>                     | <b>92,7%</b>                 |
| <b>FAVÖK Marjı</b>                                                                    | <b>50,2%</b>                      | <b>127,0%</b>                     | <b>98,5%</b>                      | <b>129,0%</b>                |

Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu, KAP

İNA yöntemine göre Fiyat Tespit Raporu'nda 2021 yılının hasılatı 11.046 bin ABD Doları olarak tahmin edilmiştir. Kartal Enerji'nin hasılatı 30 Eylül 2021 tarihinde sona eren mali dönemde 30 Eylül 2020 tarihine göre ABD Doları bazında %1,4 oranında artış göstererek 7.941 bin ABD Doları seviyesinde gerçekleşmiş olup, yıl sonu projeksiyonu ile kıyaslandığında %71,9'luk gerçekleşme oranı ortaya koymuştur. Şirket'in brüt karı 30 Eylül 2021'de sona eren mali dönemde 2.998 bin ABD Doları olarak gerçekleşmiştir. Fiyat Tespit Raporu'na göre Şirket'in brüt karı 2021 sonu itibarı ile 10.419 milyon TL olarak tahmin edilmiş olup, 2021'in ilk dokuz ayında brüt kar 2021 yılı sonu itibarı ile tahmin edilen tutarın %28,8'i seviyesinde 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 ve FAVÖK marjı %98,5 olarak projekte edilmiştir. 30 Eylül 2021 tarihli verilere göre FAVÖK tutarı 10.082 bin ABD Doları olarak, FAVÖK marjı da %127,0 olarak, projeksiyonların sırası ile %92,7 ve %129,0 düzeyinde gerçekleşmiş ve dolayısıyla projeksiyonlarla uyumlu bir performans göstermiştir.

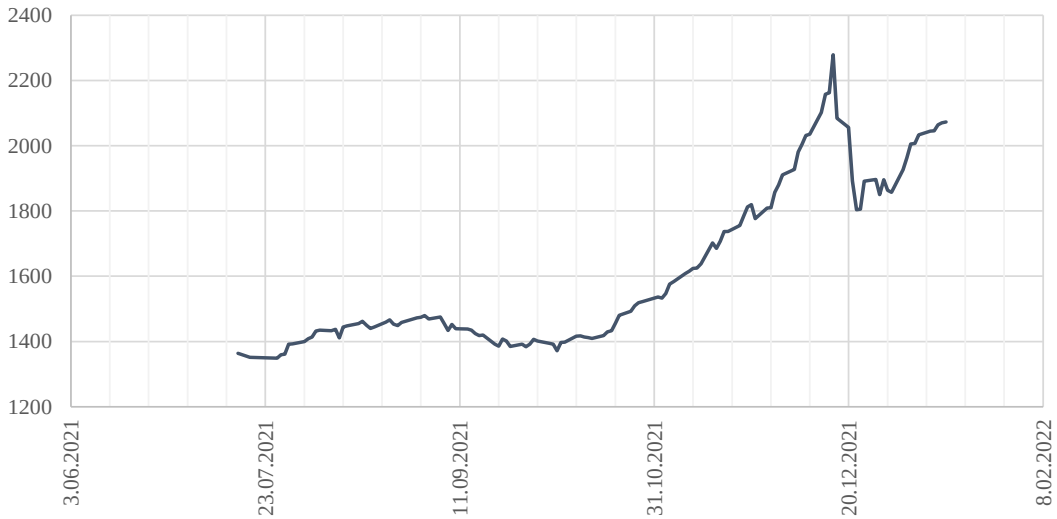
## 6. Halka Arz Sonrası Fiyat Hareketleri

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 14 Ocak 2022'de borsa kapanış fiyatı 17,13 TL'dir. 1. değerlendirme raporunun yayınlandığı 17 Ocak 2022'de söz konusu fiyat seviyesi dikkate alınarak hisse senedinin performansı incelenmiştir.

## 7. 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.

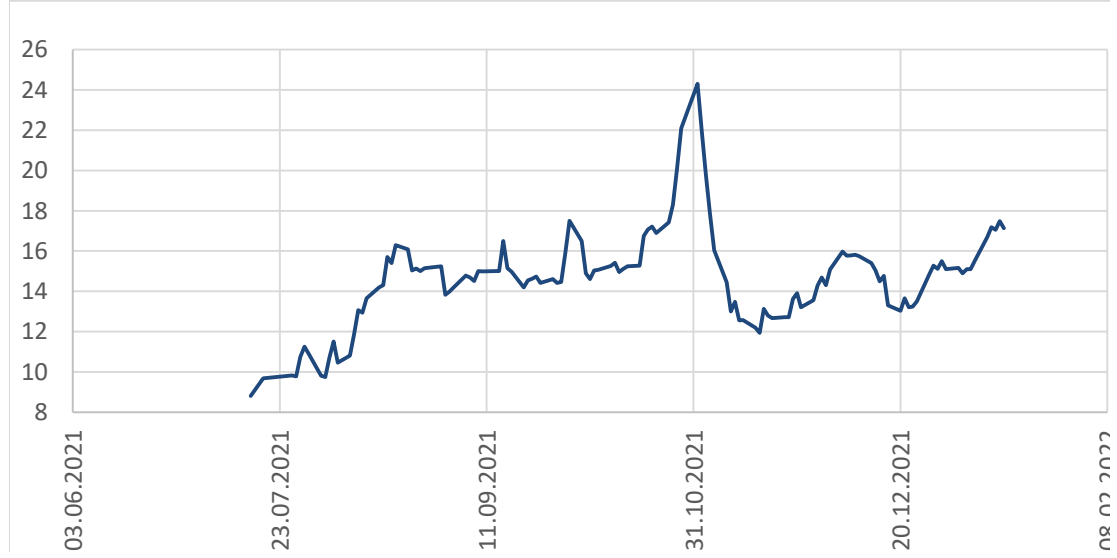
**Grafik 1 – BİST 100 Endeksi**



Kaynak : Bloomberg

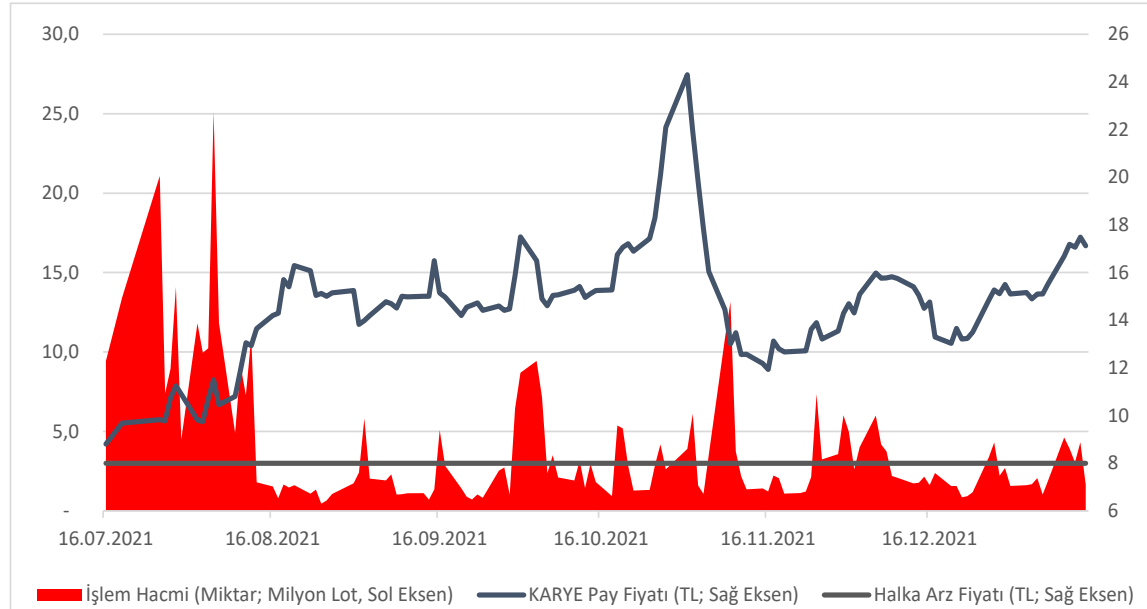
Kartal Enerji paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren fiyat gelişimi ve işlem hacmi aşağıdaki grafikte gösterilmiştir.

**Grafik 2 – Kartal Enerji (KARYE) Pay Fiyatı**



Kaynak : Bloomberg

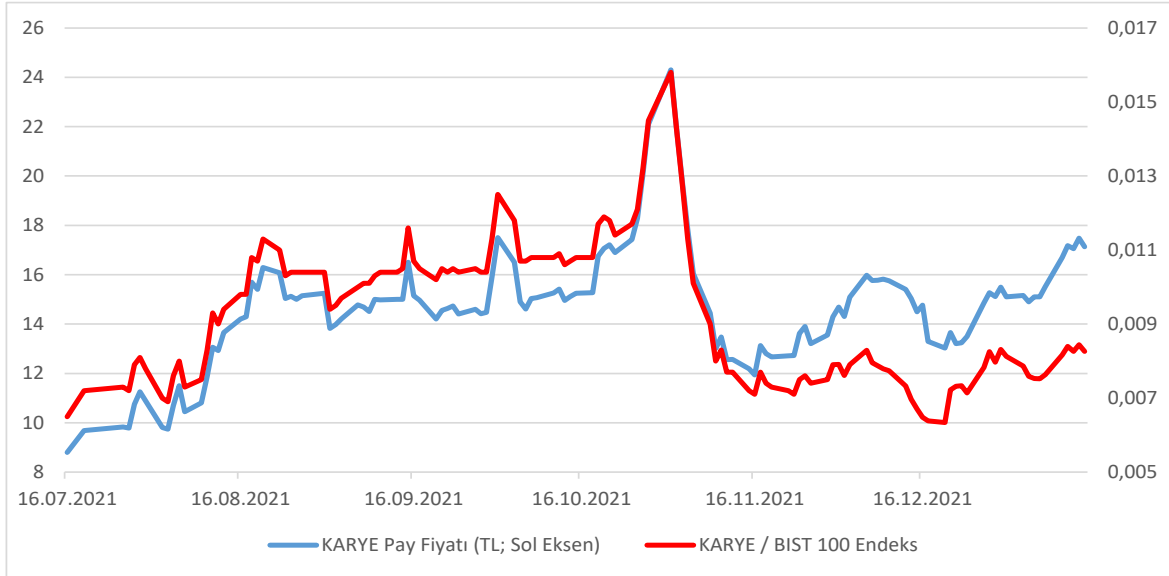
**Grafik 3 – Kartal Enerji (KARYE) Pay Fiyatı ve İşlem Hacmi**



Kaynak : Bloomberg

Kartal Enerji pay fiyatının BIST100 endeksine görelî 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 altı aylık periyodun ardından halka arz fiyatına göre %114,1 oranında artarak 14 Ocak 2022 tarihi itibarıyla 17,13 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 14 Ocak 2022 tarihi itibarıyla 2.072,93 seviyesinde kapanmıştır. Bu tarihler arasında Kartal Enerji’nin pay fiyatı halka arz fiyatı olan 8,00 TL’ye göre %114,1 oranında artış gösterirken, BIST100 endeksi ise Şirket’in işlem gördüğü dönem boyunca %51,6 oranında artmıştır. Kartal Enerji hisse senedinin halka arz edildiği günden bu yana BIST100 endeksine relatif getirisi ‘artı’ %41,2 seviyesindedir.