



01.01.2022-31.03.2022 DÖNEMİ
HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN DEĞERLENDİRME RAPORU

24 MAYIS 2022

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 değerlendirme yaklaşımlarından Maliyet Yaklaşımı, Gelir Yaklaşımı, Pazar Yaklaşımı yöntemleri dikkate alınmıştır.

1- ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER

Şirketimizin 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 İzahname ve Tasarruf Sahiplerine Satış Duyurusu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 01.07.2021 ve 2021/32 sayılı sayılı haftalık bülteninde açıklandığı üzere onaylanmıştır.

Şirketimiz 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. Şirketimiz bedelli sermaye artırımını ve mevcut ortak satışı yoluyla halka arz edilen toplam 15.000.000 TL nominal değerli 15.000.000 adet paydan 120.000.000 TL brüt gelir elde etmiştir.

Borsa İstanbul tarafından paylaşılan verilere göre talep sonucunda halka arz büyüklüğümüzün 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.

2- 02.07.2021 TARİHİNDE KAP'TA YAYINLANAN FİYAT TESPİT RAPORU

02.07.2021 tarihinde KAP 'ta yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket'imizin 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.

Şirketimiz 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 bilanço'ya 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 öz kaynaklara 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, Borsa İstanbul'da işlem gören, kriterlerimize (faaliyet alanı) uyan Elektrik Üretim Sektörü şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur.

Benzer Şirketler	Yurtiçi Karşılaştırılabilir 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
Naturel Gaz	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	390,2	1,9	10,2	2,2
Medyan	1.916.312	7,4	1,7	13,2	6,3

Kaynak: A1 Capital Menkul Değerler

2.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

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 bulunmadığından bağlı ortaklıklarımızın faaliyet giderleri de ABD Doları olarak dahil edilerek gelecek 10 yıl boyunca nakit akımlarının projeksiyonu yapılmıştır. Her bir bağlı ortaklığımızın nakit akımları ayrı ayrı hesaplanmış ve tam konsolide edildikleri için toplamaları alınarak Şirketimizin 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'imizin mevcut amortisman politikası altında tahmin edilmiştir. Son tahlilde, vergi sonrası 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:

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

2.2. Yurtiçi Çarpan Analizi

Pazar yaklaşımı altında Şirketimizin piyasa değeri hesaplanırken, PD/DD çarpanı ile 31.03.2021 tarihli Öz kaynaklar 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.

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

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

KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

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.

Yurtiçi Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı			
Çarpan Tanımları	Hesaplanan	Ağırlık(%)	Sonuç (TL)*
	Özsermaye Değeri(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		100,0%	503.382.555
İskontosuz Pay Değeri (TL)			11,19
Kaynak : 02.07.2021 tarihinde yayınlanan Fiyat Tespit Raporu			
* : Değerleme Tarihi (22.06.2021) itibarı ile			

2.3. 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 piyasadegerini, 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.

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
Çıkarılmış Sermaye			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			

3. HALKA ARZ SONUÇLARI

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

4. HALKA ARZ SONRASI FİNANSAL VE OPERASYONEL PERFORMANS

Şirketimiz paylarının 16.07.2021 tarihinde Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasının ardından 2022 yılı 3 aylık finansal verilerini açıklamıştır. Türkiye Finansal Raporlama Standartları (TFRS) doğrultusunda hazırlanan finansal tablolara ilişkin özet bilgiler aşağıda yer almaktadır.

4.1. Özet Finansallar

Bilanço (TL)	31.03.2022	31.03.2021	31.12.2021	31.12.2020
Nakit ve Nakit Benzerleri	19.287.294	92.382	21.823.513	443.286
Ticari Alacaklar	20.671.870	5.704.049	14.720.336	8.494.829
Diğer Alacaklar	214.701	12.124	212.565	14.872
Peşin Ödenmiş Giderler	219.218	3.352.865	29.336	78.439
Diğer Dönen Varlıklar	1.376.805	65.079	1.770.201	7.963
Toplam Dönen Varlıklar	41.769.888	9.226.499	38.555.951	9.039.389
Diğer Alacaklar	103.570	65.597	103.570	67.402
Maddi Duran Varlıklar	1.502.113.201	723.142.859	1.344.576.918	643.864.083
Peşin Ödenmiş Giderler	42.335	2.383	20.108	23.026
Finansal Yatırımlar	19.710.457	-	17.455.834	-
Şerefiye Dışındaki Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.134	-	4.723	-
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	3.078.434	-	2.570.937
Toplam Duran Varlıklar	1.521.976.696	726.289.272	1.362.161.153	646.525.447
Toplam Varlıklar	1.563.746.585	735.515.771	1.400.717.104	655.564.836
Uzun Vadeli Borçlanmaların KV Kısımları	84.925.085	43.189.629	77.608.100	19.254.833
Ticari Borçlar	4.584.775	676.106	1.230.021	291.887
Diğer Borçlar	4.273.480	499.487	5.148.753	1.236.339
Ertelenmiş Gelirler	-	524.129	1.594.472	1.319.964
Kısa Vadeli Karşılıklar	203.372	-	-	-
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	94.249.725	44.889.351	85.770.437	22.103.023
Uzun Vadeli Borçlanmalar	350.219.286	202.339.600	319.614.711	210.830.144
Ticari Borç	-	-	-	-
Diğer Borçlar	-	18.081	-	2.751.307
Uzun Vadeli Karşılıklar	123.144	-	119.704	-
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	169.091.867	78.465.921	151.275.472	68.761.306
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	519.434.297	280.823.602	471.009.887	282.342.756
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	45.000.000	55.000.000	45.000.000
Ortak Kontrole Tabi Birleşmelerin Etkisi	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244	-67.141.244
Hisse Senedi İhraç Primleri	70.000.000	-	70.000.000	-
Geçmiş Yıllar Karları	201.904.905	133.619.734	133.619.734	103.946.281
Net Dönem Karı veya Zararı	-2.275.387	10.215.564	68.285.171	29.673.453
Toplam Özkaynaklar	950.062.563	409.802.818	843.936.780	351.119.057
Toplam Yükümlülük ve Özkaynaklar	1.563.746.585	735.515.771	400.717.104	655.564.836
<i>Kaynak :Bağımsız Denetim Raporları</i>				

KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM A.Ş.

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

Kaynak :Bağımsız Denetim Raporları

2022 yıl sonu projeksiyonları ve 31.03.2022 bilanço dönemi itibarıyla gerçekleşen veriler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

(000 ABD Doları)	31.03.2022 Yıllıklandırılmış*	31.03.2022 Dönem Sonu	31.12.2021 Dönem Sonu	31.12.2022 Projeksiyon	31.03.2022 Gerçekleşme Oranı**
Hasılat	10.270	1.577	10.002	11.046	93%
Amortisman Gideri	3.857	1.049	3.668	608	634%
FAVÖK	9.077	972	9.199	10.764	84%
FAVÖK Marjı	88%	62%	92%	97,44%	91%
USD/TRY	13,91	13,91	8,90		

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

* : 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.

5. Sonuç ve Değerlendirme

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 31 Mart 2022 tarihli finansal verileri kıyaslandığında işbu rapor tarihindeki;

- 2022 yılı hasılatı 11.046 bin ABD Doları olarak tahmin edilmiş olup 2022 yılı ilk çeyrek 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 10.270 bin ABD doları düzeyinde hasılat gerçekleşmiştir. Yıl sonu projeksiyonu ile kıyaslandığında %93'lük gerçekleşme oranı hesaplanmıştır.
- 2022 yılı için 608 bin ABD doları olarak öngörülen amortisman giderleri tahmin edilmiştir. 2022 yılı ilk çeyrek itibarı ile 1.049 bin ABD doları, yıllıklandırma işlemi yapıldığında ise 3.857 bin ABD doları tutarlarında amortisman ayrılmıştır.
- 2022 yılı FAVÖK tutarı 10.764 bin ABD Doları olarak tahmin edilmiş olup 2022 yılı ilk çeyrek itibarı ile 972 bin ABD Doları düzeyinde, çeyrekler itibarıyla aylık ortalama ABD doları kuru üzerinden döviz çevrilen finansal tablolarda yıllıklandırma işlemi yapıldığında, aynı dönem itibarı ile 9.077 bin ABD doları düzeyinde FAVÖK hesaplanmıştır.Yıl sonu projeksiyonu ile kıyaslandığında %91'lik gerçekleşme oranı hesaplanmıştır.

Saygılarımızla,

Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.

Denetimden Sorumlu Komite Başkanı
Hasan Recai ANBARCI

Denetimden Sorumlu Komite Üyesi
Yurdakan İŞKESEN