

# KARTAL YENİLENEBİLİR ENERJİ ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ

## FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Ayazağa Mahallesi Kemerburgaz Caddesi Vadi İstanbul Park  
7B Blok No:7C Kat:18 Sarıyer İSTANBUL  
Tel: 0212 319 12 10

08 Temmuz 2021

## 1- Raporun Amacı

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, KAP'ta açıklanan Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş." ("Şirket", "Kartal Enerji" ) Halka Arz İzahnamesi ve eklerinden ve 22 Haziran 2021 tarihli A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("A1 Capital") tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir. Bu rapor, açıklanan Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş. halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca A1 Capital Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayımlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("OYAK Yatırım") hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2- Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, 26 Aralık 2014 tarihinde HİS Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş. unvanı ile kurulmuş olup, şirket unvanı Beşiktaş 25. Noterliğinin 18 Mart 2021 tarih 6320 sayı ile tasdikli, 15 Mart 2021 Genel Kurul Kararı ile "Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş." olarak değiştirilmiştir. Kartal Enerji'nin ana faaliyet konuları arasında, güneş enerjisi santrallerinden elektrik enerjisi üretimi ve üretilen elektriğin dağıtım şirketlerine satışı bulunmaktadır.

Şirket'in mevcut durumda sermayelerindeki payların tamamı Şirket'e ait olan 9 adet bağlı ortaklığı bulunmakta olup, söz konusu 9 bağlı ortaklığı aracılığıyla, tamamı Lisanssız Elektrik Üretimi Yönetmeliği çerçevesinde lisans altı olarak faaliyet gösteren, toplam kurulu gücü 41.704,17 KWp olan güneş enerjisi santralleri aracılığıyla elektrik üretimi gerçekleştirilmektedir. Şirket'in bağlı ortaklıkları bünyesinde faaliyet gösteren güneş enerji santralleri Ege ve İç Anadolu Bölgesinde; Denizli, Manisa, Sivas ve Aksaray illerinde yer almaktadır.

Kartal Enerji'nin 2018, 2019, 2020 yıllarına ve 2021 ilk üç aylık dönemine ilişkin gelir dağılımı aşağıdaki tabloda gösterilmektedir:

| NET SATIŞLAR (TL) | 31.12.2018 | 31.12.2019 | 31.12.2020 | 31.03.2021 |
|-------------------|------------|------------|------------|------------|
| Elektrik Üretimi  | 18.311.677 | 39.205.379 | 65.144.130 | 10.893.028 |

Kaynak: Kartal Enerji İzahname

### 3- Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler

Halka arz edilecek paylar; 10.000.000 TL Sermaye Artırımı ve 5.000.000 TL Ortak Satışı yoluyla planlanmıştır. Halka arz fiyatı 8,00 TL olarak belirlenirken, Halka Arz Büyüklüğü 120.000.000 TL olarak hesaplanmaktadır. Halka arz sonrası piyasa değeri ise 440.000.000 TL olacaktır. Talep toplama işlemi 09 - 12 Temmuz 2021 tarihleri arasında "Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış" yöntemi ile gerçekleştirilecektir. Borsa İstanbul'da Ana Pazar'da işlem görecektir. Şirket, payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl boyunca; herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını ve bedelsiz sermaye artırımları hariç olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir. Halka Arz Eden Pay Sahibi Orhun KARTAL ve mevcut pay sahibi Yonca KARTAL, sahip oldukları payları, Şirket paylarının Borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsada satmayacaklarını beyan ve taahhüt etmişlerdir. Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak, 6 ay süreyle hiçbir şekilde Borsa'da satmayacaklarını ve Borsa dışında yapılacak satış veya devirlerde, satışa veya devre konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceklerini, ayrıca 6 ay süreyle payları halka arz fiyatından bağımsız olarak Borsa'da satılması sonucunu doğuracak herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.

|   |  |
|---|--|
| <b>Halka Arz Tarihleri</b>                    | 09 - 12 Temmuz 2021  |
| <b>Halka Arz Fiyatı</b>                       | 8,00 TL  |
| <b>Aracılık ve Halka Arz Yöntemi</b>          | "Borsa'da Satış - Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış"  |
| <b>Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermayesi</b>  | 20.000.000 TL nominal  |
| <b>Halka Arz Edilen Miktar ve Türü</b>        | 10.000.000 TL nominal (Sermaye Artırımı)<br>5.000.000 TL nominal (Ortak Satışı)<br>Toplam 15.000.000 TL nominal  |
| <b>Halka Arz Oranı</b>                        | %27,27   |
| <b>Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermayesi</b> | 55.000.000 TL nominal  |
| <b>Borsada İşlem Göreceği Pazarı</b>          | Ana Pazar  |
| <b>Taahhütler</b>                             | <p>Şirket, payların Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl boyunca; herhangi bir bedelli sermaye artırımı yapılmayacağını ve bedelsiz sermaye artırımları hariç olmak üzere dolaşımdaki pay miktarının bu suretle artırılmayacağını ve dolaşımdaki pay miktarının artması neticesini doğuracak herhangi başka bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir.</p> <p>Halka Arz Eden Pay Sahibi Orhun KARTAL ve mevcut pay sahibi Yonca KARTAL, sahip oldukları payları, Şirket paylarının Borsada işlem görmeye başlamasından itibaren bir yıl süreyle halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsada satmayacaklarını ve bu payları halka arz fiyatının altında Borsa'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını, belirtilen süre içinde söz konusu payların kısmen veya tamamen Borsa dışında satılması veya devredilmesi durumunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapacaklarını ve sahip oldukları payları Borsa dışında satın veya devir alacakların da aynı sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceklerini, ek olarak, Şirket sermayesinde sahip oldukları payları, Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından itibaren, payların borsa fiyatından bağımsız olarak, 6 ay süreyle hiçbir şekilde Borsa'da satmayacaklarını ve Borsa dışında yapılacak satış veya devirlerde, satışa veya devre konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceklerini, ayrıca 6 ay süreyle payları halka arz fiyatından bağımsız olarak Borsa'da satılması sonucunu doğuracak herhangi bir işleme tabi tutmayacaklarını kabul, beyan ve taahhüt etmişlerdir.</p> |
| <b>Fiyat İstikrarını Sağlayıcı İşlemler</b>   | Planlanmamaktadır.   |

#### 4- Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

| Unvanı / Adı Soyadı | Halka Arz Öncesi |                      |               | Halka Arz Sonrası    |               |
|---------------------|------------------|----------------------|---------------|----------------------|---------------|
|                     | Grubu            | Nominal Sermaye (TL) | (%)           | Nominal Sermaye (TL) | (%)           |
| Orhun Kartal        | A                | 11.000.000           | 24,44%        | 11.000.000           | 20,00%        |
|                     | B                | 33.999.950           | 75,56%        | 28.999.950           | 52,73%        |
| Yonca Kartal        | B                | 50                   | 0,0001%       | 50                   | 0,0001%       |
| Halka Açık Kısım    | B                | -                    | -             | 15.000.000           | 27,27%        |
| <b>Toplam</b>       |                  | <b>45.000.000</b>    | <b>100,00</b> | <b>55.000.000</b>    | <b>100,00</b> |

Kaynak: Kartal Enerji İzahname

#### 5- Halka Arz Gerekçeleri

Şirket'in halka arzı ile

- YEKDEM kapsamındaki güneş enerjisi santralleri ve yenilenebilir enerji üretimi tesis yatırımlarının fonlanması
- Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacının karşılanması
- Şirket'in adil piyasa değerinin belirlenmesi
- Şirket'in kurumsallaşması
- Şirket bilinirliğinin artırılması
- Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi

Şirket'in halka arzdan elde edeceği gelir ile

- Yenilenebilir enerji üretimi kapasitesinin artırılması amacıyla yeni tesis alımlarında kullanılması (%85),
- İşletme sermayesi açığının kapatılmasında kullanılması (%15) planlanmaktadır.

## 6- Finansal Tablolar

| Kartal Enerji - Özet Finansallar |       |       |       |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| Gelir Tablosu (milyon TL)        |       |       |       |
| Göstergeler                      | 2018  | 2019  | 2020  |
| Satışlar                         | 18,3  | 39,2  | 65,1  |
| Satışların Maliyeti              | 5,2   | 18,4  | 13,3  |
| Brüt Kar                         | 13,1  | 20,8  | 51,8  |
| Brüt Kar Marjı                   | 71,4% | 53,0% | 79,5% |
| Faaliyet Giderleri               | 0,6   | 0,6   | 0,4   |
| Faaliyet Karı                    | 12,2  | 20,3  | 51,4  |
| Faaliyet Kar Marjı               | 66,5% | 51,7% | 78,9% |
| Net Finansman Giderleri          | 18,8  | -32,7 | -11,3 |
| Net Kar                          | 29,2  | 38,4  | 29,7  |
| Amortisman                       | 9,7   | 26,8  | 21,5  |
| FAVÖK                            | 12,5  | 20,2  | 51,5  |
| FAVÖK Marjı                      | 68,2% | 51,6% | 79,0% |
| Bilanço (milyon TL)              |       |       |       |
| Nakit ve Nakit Benzerleri        | 0,4   | 0,0   | 0,4   |
| Kısa Vadeli Ticari Alacaklar     | 1,2   | 4,4   | 8,5   |
| Dönen Varlıklar                  | 3,8   | 12,8  | 9,0   |
| Duran varlıklar                  | 221,3 | 555,7 | 646,5 |
| Toplam Varlıklar                 | 225,0 | 568,5 | 655,6 |
| KV Finansal Borçlar              | 14,8  | 23,5  | 19,3  |
| KV Ticari Borçlar                | 0,8   | 0,5   | 0,3   |
| KV Yükümlülükler                 | 16,4  | 25,4  | 22,1  |
| UV Finansal Borçlar              | 129,3 | 173,5 | 210,8 |
| UV Yükümlülükler                 | 159,7 | 333,0 | 282,3 |
| Toplam Yükümlülükler             | 176,1 | 358,4 | 304,4 |
| Özkaynaklar                      | 48,9  | 210,1 | 351,1 |
| Toplam Kaynaklar                 | 225,0 | 568,5 | 655,6 |
| Net Borç                         | 143,7 | 197,0 | 229,6 |
| Net Borç/FAVÖK                   | 11,5  | 9,7   | 4,5   |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu, Kartal Enerji Bağımsız Denetim Raporu

## 7- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

OYAK Yatırım tarafından A1 Capital'in hazırladığı 22 Haziran 2021 tarihli fiyat tespit raporu incelenmiştir. Bu çalışmaların sonuçları aşağıdaki gibidir:

### a. Defter Değeri (Maliyet) Yöntemi

Maliyet yaklaşımı, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bir firmanın defter değeri bilançosundaki özsermayenin değeri olup, aynı zamanda toplam varlıklar ile toplam borçlar arasındaki farktır.

Payların defter değeri, özsermaye toplamının pay sayısına bölünmesiyle elde edilmektedir. 31.03.2021 dönemi itibarıyla ana ortaklığa ait özkaynakları 409,8 milyon TL olup, 45 milyon TL'lik sermayesi dikkate alındığında pay başına defter değeri yaklaşık 9,11 TL'ye karşılık gelmektedir.

Şirket'in sahip olduğu enerji santralleri, bilançosunda maddi duran varlık olarak sınıflandırılmıştır. Şirket, 31.03.2021 tarihli Bağımsız Denetim Raporu Dipnot 2.5.5.'te belirtildiği üzere, tesis makine ve cihazlar hesabında sınıflandırılmış olan Güneş Enerji Santralleri, yeniden değerlendirme modeli ile gerçeğe uygun değerlendirilmiş tutarları üzerinden gösterilirler. İzahnamenin 9.1.4. numaralı bölümünde belirtildiği üzere "31.03.2021 tarihi itibarıyla Şirket, bağımsız bir değerlendirme şirketinden değerlendirme raporu temin etmiş ve santrallerinin yeniden değerlendirilmiş değerlerine getirmiştir.

| USD                                     | Kayıtlı Değer |           | Yeniden Değerleme Sonrası |           | Değer Artışı | Toplam Değer Farkı |
|---|---------------|-----------|---------------------------|-----------|--------------|--------------------|
|   | Tutar         | MW Başına | Tutar                     | MW Başına |              |                    |
| Alsun İşletme ve Yönetim                | 12.898.297    | 1.335.991 | 19.608.826                | 2.031.060 | 695.069      | 6.710.529          |
| Anilin E-Prodok Yay. Tic. A.Ş.          | 1.545.620     | 1.380.807 | 2.241.749                 | 2.002.706 | 621.899      | 696.129            |
| Agrolive Attalos Taş. San. ve Tic. A.Ş. | 4.980.975     | 1.544.934 | 7.053.174                 | 2.187.662 | 642.728      | 2.072.199          |
| Gesin Elek. Üret. San. ve Tic. A.Ş.     | 3.578.770     | 1.278.863 | 5.924.000                 | 2.116.924 | 638.061      | 2.345.230          |
| H23 Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.      | 2.963.819     | 1.242.160 | 5.412.000                 | 2.268.212 | 1.026.052    | 2.448.181          |
| H1 Solar Enerji San. ve Tic. A.Ş.       | 9.790.960     | 1.488.839 | 13.509                    | 2.054.280 | 565.441      | 3.718.477          |
| Krt Enerji Üretim San. ve Tic. A.Ş.     | 12.587.552    | 1.226.341 | 21.228.954                | 2.068.228 | 841.887      | 8.641.401          |
| Osdes Enerji Elektrik Üretim A.Ş.       | 1.512.924     | 1.351.597 | 2.241.749                 | 2.002.706 | 651.109      | 728.825            |
| Szn Enerji San. ve Tic. A.Ş.            | 7.318.428     | 1.604.243 | 9.520.046                 | 2.086.851 | 482.608      | 2.201.619          |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

Şirket, bu varlıkları yeniden değerlemiş değerler üzerinden birikmiş amortismanı düşerek 31.03.2021 tarihli ara dönem konsolide finansal tablolarına yansıtmıştır. Söz konusu maddi duran varlıkların yeniden değerlendirme artışları özkaynaklara yansıtıldığından, Şirket'in değerlemesinde kullanılmasının makul olduğu değerlendirilmiştir. Buradan hareketle, A1 Capital, Şirket'in 31.03.2021 tarihi en güncel Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar verisini değerlendirme hesaplarında kullanmıştır.

## b. Piyasa Çarpanları Yöntemi

A1 Capital, Şirket'in özsermaye değerini hesaplamak için yurtiçi karşılaştırılabilir şirketlerin çarpan analizini kullanmıştır. Bunun sebebi yurtiçi ve yurtdışı çarpan analizi metodlarının birbirlerinden çok farklı sonuçlar üretmesi olarak açıklanmıştır. Yurtiçi çarpan analizinde aynı sektörde yer alan ve benzer iş modeline sahip şirketlerin çarpanları kullanılmıştır. Seçilen şirketlerin medyan FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD değerleri kullanılmış ve hepsine eşit oranda %33,33 ağırlık verilmiştir.

Sonuç olarak, "Piyasa Çarpan Analizi" yönteminde yurtiçi karşılaştırılabilir şirketler kullanılarak elde edilen piyasa değeri 503.382.555 TL olmuştur. Buna göre pay başına ulaşılan değer 11,19 TL'dir.

| Yurtiçi Elektrik Üretim Sektörü Karşılaştırılabilir Şirketler |               |     |       |          |      |
|---|---------------|-----|-------|----------|------|
|   | Piyasa Değeri | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | FD/S |
| Medyan  | 1.916.312     | 7,4 | 1,7   | 13,2     | 6,3  |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

| Yurtiçi Yenilenebilir Enerji Sektörü Karşılaştırılabilir Şirketler |               |     |       |          |      |
|--|---------------|-----|-------|----------|------|
|  | Piyasa Değeri | F/K | PD/DD | FD/FAVÖK | FD/S |
| Medyan   | 1.843.200     | 8,4 | 1,7   | 17,7     | 10,3 |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

| Yurtdışı Yenilenebilir Enerji Sektörü Karşılaştırılabilir Şirketler |      |          |       |
|---|------|----------|-------|
|   | F/K  | FD/FAVÖK | PD/DD |
| Medyan  | 39,6 | 16,9     | 3,2   |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

| 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  |                                  | 100,00%     | 503.382.555 |
| İskontosuz Pay Değeri (TL)   |                                  |             | 11,19       |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

| Yurtdışı Benzer Firma Çarpanları Yaklaşımı Altında Hedef Piyasa Değeri Hesabı |                                  |             |               |
|---|----------------------------------|-------------|---------------|
| Çarpan Tanımları  | Hesaplanan Özsermaye Değeri (TL) | Ağırlık (%) | Sonuç (TL)    |
| FD/FAVÖK Medyanı- Net Borç  | 700.626.970                      | 60,00%      | 420.376.182   |
| F/K Medyanı   | 1.642.776.975                    | 20,00%      | 328.555.395   |
| PD/DD Medyanı   | 1.319.565.074                    | 20,00%      | 263.913.015   |
| Ağırlıklı Ortalama Piyasa Çarpanı   |                                  | 100,00%     | 1.012.844.592 |
| İskontosuz Pay Değeri (TL)  |                                  |             | 22,51         |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

### c. İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi

“İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde, A1 Capital, 2021-2030 yılları için projeksiyon gerçekleştirmiştir. Projeksiyonlar, Şirket’in sağlanan üretim ve tarife parametreleri kullanılarak A1 Capital tarafından hazırlanmıştır. Şirket’in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılarak analiz gerçekleştirilmiştir. Projeksiyon dönemi sonunda, uç büyüme analizi yerine, Şirket’in YEKDEM kapsamından çıkacak olması sebebiyle 2030 yılı beklenen FAVÖK değerine 13,2x çıkış çarpanı uygulanmıştır. 13,2x çıkış çarpanına ise Yurtiçi Benzer Şirketler’in medyan değeri alınarak ulaşılmıştır.

Rapor’da AOSM 2021 yılı için %9,86, 2022 yılı için %9,55, 2023-2030 yılları arası %9,59 olarak hesaplanmıştır. Risksiz faiz oranı için T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı’nca ihraç edilen 30 yıllık Eurobond tahvil oranındaki değişimler takip edilmiştir. Eurobond tahvilin son 12 aylık ortalaması Bloomberg terminali vasıtasıyla sağlanan günlük kapanış verileri üzerinden hesaplanmış ve risksiz faiz oranı olarak %7,04 kullanılmıştır. Gerek yurtiçi ve gerekse yurtdışı piyasalardaki yüksek volatilité ve geleceğe dönük belirsiliklerden dolayı hisse senedi risk priminin ihtiyatlılık ilkesi gereği 2021 yılında %6,5, tahmin döneminin geri kalan yıllarında %6,0 oranında kullanılması uygun görülmüştür. Beta katsayısı 1 olarak hesaplamalara dahil edilmiştir. Bu şekilde, beta katsayısının hisse fiyatı üzerindeki etkisi nötralize edilmiştir. Vergi sonrası borçlanma maliyeti ise 2021 yılında %2,53, 2022 yılında %2,59 ve 2023-2030 yıllarında %2,70 seviyesinde varsayılmıştır.

Sonuç olarak, “İndirgenmiş Nakit Akımı” yönteminde Kartal Enerji’nin firma değeri 77,9 milyon ABD Doları olarak bulunmuştur. Şirket’in 29,5 milyon ABD Doları olan düzeltilmiş net borcunun düşülmesiyle elde edilen özsermaye değeri 48,4 milyon ABD Doları olarak hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımı analizinde Şirket’in pay başına değeri 9,38 TL olarak bulunmuştur.

| AOSM                              | 2021T        | 2022T        | 2023T        | 2024T        | 2025-2030T   |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Risksiz (30Y Eurobond) Faiz Oranı | 7,04%        | 7,04%        | 7,04%        | 7,04%        | 7,04%        |
| Piyasa Risk Primi                 | 6,50%        | 6,00%        | 6,00%        | 6,00%        | 6,00%        |
| Beta                              | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| Kurumlar Vergisi Oranı            | 25,00%       | 23,00%       | 20,00%       | 20,00%       | 20,00%       |
| ABD Doları Borçlanma Maliyeti     | 3,37%        | 3,37%        | 3,37%        | 3,37%        | 3,37%        |
| Vergi Sonrası Borçlanma Maliyeti  | 2,53%        | 2,59%        | 2,70%        | 2,70%        | 2,70%        |
| Sermaye Maliyeti                  | 13,54%       | 13,04%       | 13,04%       | 13,04%       | 13,04%       |
| Borçluluk Oranı                   | 33,80%       | 33,38%       | 33,38%       | 33,38%       | 33,38%       |
| <b>AOSM</b>                       | <b>9,86%</b> | <b>9,55%</b> | <b>9,59%</b> | <b>9,59%</b> | <b>9,59%</b> |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu



| İNA ('000 ABD Doları)                     | YEKDEM Dönemi   |                 |                 |                 |                 |                 | Geçiş Yılı      | YEKDEM Sonrası  |                 |                 |
|---|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|   | 2021T           | 2022T           | 2023T           | 2024T           | 2025T           | 2026T           | 2027T           | 2028T           | 2029T           | 2030T           |
| <b>Net Satışlar</b>                       | <b>11.046</b>   | <b>11.046</b>   | <b>11.046</b>   | <b>11.046</b>   | <b>11.046</b>   | <b>10.221</b>   | <b>8389</b>     | <b>5813</b>     | <b>5813</b>     | <b>5813</b>     |
| Vergi Faiz Öncesi Kar                     | 10.157          | 10.157          | 10.157          | 10.157          | 10.157          | 9.332           | <b>7828</b>     | <b>5252</b>     | <b>5252</b>     | <b>5252</b>     |
| VFÖK Yıllık Büyüme                        | 44,9%           | 0,0%            | 0,0%            | 0,0%            | 0,0%            | -8,1%           | -16,1%          | -32,9%          | 0,0%            | 0,0%            |
| VFÖK Marjı                                | 91,9%           | 91,9%           | 91,9%           | 91,9%           | 91,9%           | 91,3%           | 93,3%           | 90,3%           | 90,3%           | 90,4%           |
| <b>FAVÖK</b>                              | <b>10.875</b>   | <b>10.764</b>   | <b>10.764</b>   | <b>10.764</b>   | <b>10.764</b>   | <b>9.894</b>    | <b>8.289</b>    | <b>5.571</b>    | <b>5.571</b>    | <b>5.572</b>    |
| FAVÖK Yıllık Büyüme                       | 55,10%          | -1,00%          | 0,00%           | 0,00%           | 0,00%           | -8,10%          | -16,20%         | -32,80%         | 0,00%           | 0,00%           |
| FAVÖK Marjı                               | 98,40%          | 97,40%          | 97,40%          | 97,40%          | 97,40%          | 96,80%          | 98,80%          | 95,80%          | 95,80%          | 95,90%          |
| <b>Amortisman</b>                         | <b>718</b>      | <b>608</b>      | <b>608</b>      | <b>608</b>      | <b>608</b>      | <b>562</b>      | <b>461</b>      | <b>320</b>      | <b>320</b>      | <b>320</b>      |
| Amortisman / Net Satışlar                 | 6,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            | 5,5%            |
| <b>Ticari İşletme Sermayesi</b>           | <b>805</b>      | <b>871</b>      | <b>942</b>      | <b>903</b>      | <b>905</b>      | <b>882</b>      | <b>765</b>      | <b>585</b>      | <b>480</b>      | <b>479</b>      |
| Ticari Alacaklar (Kısa Vadeli)            | 899             | 997             | 1.058           | 1.018           | 1.024           | 995             | 864             | 661             | 541             | 541             |
| Ort. Tahsilat Süresi (Gün)                | 33              | 33              | 35              | 34              | 34              | 34              | 34              | 34              | 34              | 334             |
| Ticari Borçlar (Kısa Vadeli)              | 4               | 126             | 117             | 115             | 119             | 113             | 98              | 76              | 62              | 62              |
| Ort. Ödeme Süresi (Gün)                   | 13              | 13              | 12              | 3               | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              | 13              |
| Stoklar                                   | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Ort. Stok Çevirme (Gün)                   | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Nakte Dönüşüm Süresi                      | 20              | 20              | 22              | 21              | 21              | 22              | 21              | 21              | 21              | 21              |
| <b>Ticari İşletme Sermayesindeki Değ.</b> | <b>-312</b>     | <b>66</b>       | <b>71</b>       | <b>-39</b>      | <b>2</b>        | <b>-23</b>      | <b>-11</b>      | <b>-180</b>     | <b>-105</b>     | <b>-1</b>       |
| İşletme Sermayesi / Net Satışlar          | 7,3%            | 7,9%            | 8,5%            | 8,2%            | 8,2%            | 8,6%            | 9,1%            | 10,1%           | 8,3%            | 8,2%            |
| Yatırım Harcamaları                       | 110             | 110             | 110             | 110             | 110             | 102             | 84              | 58              | 58              | 58              |
| Yatırımlar/ Net Satışlar                  | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            | 1,0%            |
| Azınlık Payları                           | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               | 0               |
| Vergi                                     | 2539            | 2336            | 2031            | 2031            | 2031            | 1866            | 1566            | 1050            | 1050            | 1050            |
| <b>Serbest Nakit Akımları (S.N.A)</b>     | <b>8.575</b>    | <b>8.252</b>    | <b>8.552</b>    | <b>8.661</b>    | <b>8.620</b>    | <b>7.949</b>    | <b>6.757</b>    | <b>4.643</b>    | <b>4.568</b>    | <b>4.464</b>    |
| <b>AOSM</b>                               | <b>9,9%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     | <b>9,6%</b>     |
| <b>İndirgeme Faktörü</b>                  | <b>0,93</b>     | <b>0,85</b>     | <b>0,78</b>     | <b>0,71</b>     | <b>0,65</b>     | <b>0,59</b>     | <b>0,54</b>     | <b>0,49</b>     | <b>0,45</b>     | <b>0,41</b>     |
| <b>İndirgenmiş Serbest Nakit Akımları</b> | <b>7.955,00</b> | <b>7.034,00</b> | <b>6.648,00</b> | <b>6.144,00</b> | <b>5.580,00</b> | <b>4.695,00</b> | <b>3.642,00</b> | <b>2.284,00</b> | <b>2.050,00</b> | <b>1.828,00</b> |
| <b>S.N.A Bugünkü Değer</b>                | <b>47.862</b>   |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |                 |

| İNA Sonucu  | 22.06.2021* |
|---|-------------|
| Firma Değeri  | 77.887      |
| Net Borç  | 29.478      |
| Özsermaye Değeri  | 48.409      |
| <b>USD/TL Kuru (22.06.2021 TCMB USD/TL Alış Kuru 15:30)</b> | 87.202      |
| <b>Özsermaye Değeri (000 TL)</b>                            | 422.134     |
| Ödenmiş Sermaye (31.03.2021; TL)                            | 45.000      |
| Pay Başına Değer (TL)                                       | 9,38        |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

\*Değerleme Tarihi 15:30 Piyasa Verileri

## 8- Sonuç

A1 Capital tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda, Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" yöntemine %55, "Piyasa Çarpan Analizi" yöntemine %35 ve "Net Defter Değeri" yöntemine %10 ağırlık verilmiştir. A1 Capital tarafından yapılan çalışma neticesinde Kartal Enerji'nin özsermaye değeri 449.759.130 TL olarak hesaplanmış, dolayısıyla pay başına değer 9,99 TL olarak bulunmuştur. Şirket'in birim halka arz fiyatı, bulunan pay başına değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanarak 8,00 TL olarak belirlenmiştir.

| Değerleme Sonucu (TL)                                 | 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%         |
| Halka Arz İskontosu Sonrası Hedef Piyasa Değeri       |             |         | 359.807.304 |
| İskontolu Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)                   |             |         | 8,00        |

Kaynak: A1 Capital Fiyat Tespit Raporu

### A1 Capital Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu Hakkındaki Görüşümüz

A1 Capital tarafından hazırlanan Kartal Enerji fiyat tespit raporunu incelemiş bulunuyoruz. Halka arz fiyatının bulunmasında kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtmaya açısından genel olarak uygun olduğunu kanaatindeyiz. Ayrıca kullanılan yöntemlere ilişkin yapılan detaylı açıklamaların, yöntemlerin anlaşılması açısından makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz. OYAK Yatırım olarak raporda yer alan verilerin gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmamış bulunuyoruz. Raporunda yer alan değerlendirme yöntemlerinde;

- Değerleme kapsamında kullanılan hesaplamaların net ve anlaşılır bir şekilde ifade edildiğini düşünüyoruz.
- "Piyasa Çarpanları", "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Net Defter Değeri" yöntemlerinin birlikte kullanılmasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Ayrıca Çarpan analizinde, Şirket'in faaliyet konusu ve işleyişi düşünüldüğünde FD/FAVÖK, F/K ve PD/DD çarpanlarının kullanılmasının da makul olduğu görüşündeyiz. Ancak yurt içi benzer şirketlerle birlikte yurt dışı benzer şirketlerin de çalışma kapsamına dahil edilmesinin daha sağlıklı olacağı kanaatindeyiz.
- Uygulanan %20 halka arz iskontosunun makul ve yeterli olduğu görüşündeyiz.

Sonuç olarak, yukarıda paylaştığımız yorumlarımız/çekincelerimiz göz önünde bulundurulmak kaydıyla, Kartal Enerji için %20 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 8,00 TL'lik halka arz fiyatının makul bir seviye olduğunu düşünüyoruz.

### Uyarı Metni

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu raporda yer alan bilgiler OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü tarafından bilgi verme amacıyla hazırlanmış olup herhangi bir hisse senedinin alım satımına ilişkin bir teklif içermemektedir. Veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve bu bilgilerinticari amaçlı kullanılmasından doğabilecek zararlardan OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. İşbu rapordaki tüm görüş ve tahminler, söz konusu rapor tarihiyle OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Kurumsal Finansman Bölümü'ne ait olup diğer OYAK Grubu şirketlerinin görüş ve tahminlerini temsil etmemektedir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. OYAK Yatırım ve diğer grup şirketleri bu raporda adı geçen şirketlerin hisselerinde pozisyon sahibi olabilir veya işlem yapabilir. Ayrıca, yatırımcılar bu raporda adı geçen şirketlerle OYAK Yatırım ve diğer grup şirketlerinin yatırım bankacılığı ve/veya diğer iş ilişkileri içinde olabileceğini veya bu tür iş fırsatları arayışında olabileceğini kabul eder.