

ÇATES ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

29 Kasım 2023



İÇİNDEKİLER

1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	1
2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
3- FİNANSAL BİLGİLER	2
4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	4
5- NİHAİ GÖRÜŞ	6

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Çates Elektrik Üretim A.Ş.'nin halka arzının, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1- Halka Arza İlişkin Bilgiler
Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı:	Çates Elektrik Üretim A.Ş
İhraççı Hakkında:	Şirket'in amaç ve faaliyet konuları uygun koşullarda her türlü enerji kaynağının elektrik enerjisine dönüştürülmesi için, her tür elektrik enerjisi üretim tesisinin kurulması, işletilmesi, işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin, yürürlükteki mevzuata göre müşterilere satışı ile mühendislik hizmetleri verilmesi gibi konularda faaliyetleri kapsar. Bu kapsamda, Şirket, Zonguldak'ın Çatalağzı beldesinde bulunan 319,6 MWm/314,68 MWe kurulu güce sahip kömüre dayalı Santral'i işletmektedir.
Halka Arz Yöntemi:	En İyi Gayret Aracılığı - Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer):	Sermaye Artırımı: 24.795.000 TL Ortak Satışı: 8.255.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı:	20,01%
Talep Toplama Tarihleri:	30 Kasım - 1 Aralık 2023
Halka Arz Fiyatı:	57,15 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	1.888.807.500 TL
Borsa Kodu/Pazar:	CATES / Yıldız Pazar
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:	Şirket, sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir. Şirket, halka arz gelirlerinin tamamını, mali borçluluğun azaltılması amacıyla, mevcut kredi borçlarını oluşturan ve 21 Haziran 2019 tarihli Kredi Sözleşmesi kapsamında borçların geri ödemesinde kullanmayı planlamaktadır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Günlük Alım Emri Taahhüdü uygulanacaktır.

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye		Sermaye	
		TL	Pay	TL	Pay
Parla Enerji Yatırımları A.Ş	A	84.243.000	60,00%	84.243.000	50,99%
	B	56.162.000	40,00%	47.907.000	29,00%
Halka Açık Kısım	B	-	-	33.050.000	20,01%
Toplam		140.405.000	100,0%	165.200.000	100,0%

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

2- Şirket Hakkında Verilen Özet Bilgi

2.1- Faaliyet Konusu Hakkında:

2014 yılında kurulan şirket, EPDK'dan gerekli durumlarda lisans almak koşulu ile çeşitli enerji kaynaklarını elektrik enerjisine dönüştürmek amacıyla elektrik enerjisi tesisleri kurma, işletme, kiraya verme, enerji üretimi sağlama, üretilen elektrik enerjisini mevzuata uygun bir şekilde satma ve mühendislik hizmetleri sunma gibi konularda faaliyet göstermektedir. Çatalağzı Termik Santrali ise 2013 yılında özelleştirme kapsamına alınmış ve 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından varlık devri yoluyla satışa çıkarılmıştır. Şirket, söz konusu ihaleyi kazanarak santral ve santralde kullanılan taşınmazları EÜAŞ'tan devralmıştır.

Şirket, Zonguldak bölgesinden elde edilen kömürü elektrik üretiminde kullanmak amacıyla kurulmuş olup, 2014 yılından itibaren 49 yıllık elektrik üretim lisansına sahiptir. Santral, 314,68 MWe gücündeki iki üniteden oluşmaktadır. Ayrıca, 2022 ve 2023/06 dönemlerinde Çankırı ve İnağzı'nda toplamda 162 milyon TL'lik 2 maden sahası yatırımı gerçekleştirilmiştir. Şirketin payları, tamamı Aydem Holding A.Ş.'nin %100 bağlı ortaklığı olan Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'ye aittir.

3- Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Çates Elektrik Üretim A.Ş. – Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023	Yıllıklandırılmış
Hasılat	461.703.016	630.496.326	3.352.361.239	1.137.841.892	1.826.743.384	4.041.262.731
Satışların Maliyeti	-421.514.080	-652.850.118	-2.590.543.353	-931.703.518	-1.523.893.451	-3.182.733.286
Brüt Kar	40.188.936	-22.353.792	761.817.886	206.138.374	302.849.933	858.529.445
Brüt Kar Marjı	8,7%	-3,5%	22,7%	18,1%	16,6%	21,2%
Genel Yönetim Giderleri	-17.861.096	-21.902.902	-54.632.066	-21.158.446	-53.401.126	-86.874.746
EBİTDA	68.128.526	46.768.735	1.067.590.023	327.994.852	621.182.892	1.360.778.063
Amortisman	-46.476.374	-87.137.827	-266.274.014	-113.572.764	-208.878.362	-361.579.612
EBİT	21.014.926	-52.194.483	803.823.878	217.625.351	411.424.080	997.622.607
Esas Faaliyet Diğ. Gel.	2.272.198	4.297.418	101.868.148	35.214.964	169.529.244	236.182.428
Esas Faaliyet Diğ. Gid.	-3.585.112	-12.235.207	-5.230.090	-2.569.541	-7.553.971	-10.214.520
Yat. Faal. Gel. Net	0	0	4.063.625	3.051.103	0	1.012.522
Fin. Gid.	-354.376.560	-232.774.718	-422.995.615	-204.556.137	-167.761.640	-386.201.118
Vergi Öncesi Kar	-333.361.634	-284.969.201	384.891.888	16.120.317	243.662.440	612.434.011
Vergi	0	0	0	0	-91.919.655	-91.919.655
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	0	115.247.795	-90.805.227	-12.775.540	44.948.300	-33.081.387
Net Kar	-333.361.634	-169.721.406	294.086.661	3.344.777	196.691.085	487.432.969

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Çates Elektrik Üretim A.Ş. – Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	189.974.513	166.924.184	818.963.217	1.457.487.223
Nakit ve Benzerleri	82.061.639	4.339.896	24.849.600	40.521.859
Finansal Yatırım	4.222.827	24.021.100	21.315.818	24.873.129
Ticari Alacaklar	58.643.572	75.478.855	551.361.662	1.137.045.467
Diğer Alacaklar	19.856.902	9.135.105	37.577.401	979.675
Stoklar	22.835.949	43.598.053	127.298.290	250.344.590
Peşin Ödenmiş Giderler	2.344.227	4.320.693	56.560.446	3.722.503
Diğer Dön. Varlık	9.397	6.030.482	-	-
Duran Varlıklar	567.070.913	3.686.425.851	6.415.280.154	6.208.664.363
Diğer Alacaklar	425.369	744.454	1.545.366	2.118.741
Finansal Yatırım	100.000	-	-	-
Kullanım Hakkı Var	9.506.135	15.601.743	19.770.198	21.047.238
Maddi Duran Varlıklar	507.654.313	3.622.847.297	6.228.826.336	6.136.438.602
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	48.361.746	47.232.357	46.540.858	45.845.268
Peşin Ödenmiş Giderler	1.023.350	-	118.597.396	3.214.514
TOPLAM AKTİFLER	757.045.426	3.853.350.035	7.234.243.371	7.666.151.586
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.383.586.385	190.862.118	316.582.654	2.720.141.107
Kiralama İşlemlerinde Borç.	2.547.528	2.779.608	5.047.250	7.802.643
Uz. Vad.Borç. Kısa Vad. Kıs.	2.000.889.928	44.134.299	6.025.266	2.355.683.125
Ticari Borçlar	70.310.127	86.182.643	257.970.645	206.105.309
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç	1.516.684	2.499.039	3.972.410	4.484.612
Diğer Borçlar	292.972.370	36.709.923	13.515.110	2.213.432
Ertelenmiş Gelirler	17.907	61.759	-	-
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	-	64.019.924
Kısa Vadeli Karş.	9.229.407	9.458.842	12.369.987	18.972.957
Diğer Kısa Vad. Yüküm.	6.102.434	9.036.005	17.681.986	60.859.105
Uzun Vadeli Yükümlülükler	131.383.319	2.772.566.079	3.498.114.353	1.281.188.521
Uzun Vad. Borçlar	116.548.228	2.223.252.877	2.306.095.396	127.302.892
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.623.770	8.993.218	15.894.133	22.757.291
Uzun Vad. Kir. Yük	8.211.321	13.809.850	16.621.175	18.168.112
Ertelenmiş Vergi Yük.	-	526.510.134	1.159.503.649	1.112.960.226
Toplam Yükümlülükler	2.514.969.704	2.963.428.197	3.814.697.007	4.001.329.628
Ödenmiş Sermaye	48.000.000	48.000.000	85.440.000	140.405.000
Ortakların İlave Katkısı	-	279.880.520	279.880.520	279.880.520
Kar ve Zararda Sınıf. Diğer. Kap	263.713	2.489.425.675	4.507.546.448	4.353.111.915
Geçmiş Yıl Karları	(1.472.826.357)	(1.757.662.951)	(1.747.407.265)	(1.305.266.562)
Net Kar	(333.361.634)	(169.721.406)	294.086.661	196.691.085
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	(1.757.924.278)	889.921.838	3.419.546.364	3.664.821.958
TOPLAM KAYNAKLAR	757.045.426	3.853.350.035	7.234.243.371	7.666.151.586

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

İnfo Yatırım, Çates Elektrik Üretim A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları, BIST Termik Çarpanları ve Yurtdışı Çarpanlarını sırasıyla %60, %30 ve %10 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir.

1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde, EV/EBITDA çarpanı dikkate alınmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2022-30.06.2023) EBITDA esas alınarak şirketin nihai değeri hesaplanmıştır. Seçilen şirket kümesinde yapılan incelemeler sonrasında Çates Elektrik Üretim A.Ş. faaliyet alanına uygun işlem görmekte olan şirketler seçilmiştir. Şirket seçiminde hem yurt içi hemde yurt dışında halka açık elektrik üretim şirketleri incelenmiştir.

Tablo 5 – Çates Elektrik Üretim A.Ş. Çarpan Analizi (EV/EBITDA)

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
CANTE EV/EBITDA (x)	7,5x
CANTE EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	534
ÇATES Net Borç 2023/06	94,4
CANTE EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	440
EV/EBITDA (x) Çarpanında Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	440

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
BIST Doğalgaz & Termik EV/EBITDA (x)	7,5x
BIST Doğalgaz & Termik Grubu Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	539
ÇATES Net Borç 2023/06	94,4
BIST Doğalgaz & Termik EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	444
EV/EBITDA (x) Çarpanında Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Doğalgaz & Termik Alt Grubundan Nihai Piyasa Değeri	444

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,1x
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	648
ÇATES Net Borç 2023/06	94,4
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	554
EV/EBITDA (x) Çarpanında Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Doğalgaz & Termik Alt Grubundan Nihai Piyasa Değeri	554

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.2- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

4.2.1- Çates Elektrik Üretim A.Ş. Konsolide Olmayan (Solo) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Info Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Çates Elektrik Üretim A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

- ✓ Şirket'in gelir tablosu projeksiyonunda, elektrik üretim projeksiyonu yapılırken, 2023 yılı itibarıyla Kurulu Güç 315 MW ve KKO %77,64 seviyesinde sabit tutulmuş olup, yıllar içerisinde MWh ortalama satış fiyatı tahmini yıllar boyunca tahmin edilmiştir. Giderler tarafında ise maliyet kalemleri faaliyet alanına göre detaylandırılarak tahmin edilmiştir.
- ✓ 16 yıllık projeksiyon dönemi için FAVÖK marjı 2023 yılında %33,3 seviyesinde iken 2038 yılında %31,5 seviyesinde gerçekleşmesi öngörülmektedir. 2023 – 2038 yılları arasında ortalama FAVÖK marjı %32,30 seviyesine işaret etmektedir.
- ✓ Şirket'in net borcu hesaplanırken, varlıklar tarafında nakit ve nakit benzerlerinin yanısıra finansal yatırımlarda dahil edilirken, borçluluk tarafında kiralama yükümlülükleri ve uzun vadeli yükümlülükler dahil edilmiştir. Böylelikle, Şirket'in net borcu 2023 Haziran sonu itibarıyla 94,4 milyon \$ hesaplanırken, ilgili tutar 2.442,7 milyon TL'ye işaret etmektedir. Net işletme sermayesi ise projeksiyon dönemi boyunca %5,9 olarak tahmin edilmiştir.
- ✓ Risksiz faiz oranı projeksiyon dönemi içerisinde Dolar bazında %8,4, Beta 1,00 ve Özsermaye Risk Primi %5,5 olarak belirlenerek özsermaye maliyeti %13,9 olarak tahmin edilmiştir. Borçlanma maliyeti uzun vadede risksiz faiz oranınının 400 baz puan üzerinde belirlenirken, vergi oranı ise projeksiyon dönemi boyunca %25 seviyesinde sabit tutulmuş olup, AOSM projeksiyon dönemi boyunca %12,1 olarak hesaplanmıştır.

İNA sonucunda, Çates Elektrik Üretim A.Ş.'nin özsermaye değeri Dolar bazında 309,1 milyon \$; TL bazında ise 8.287 mn TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6 – Çates Elektrik Üretim A.Ş.

İNA Değerleme Sonuçları (mn \$)	
Firma Değeri - \$	393,7
Net Borç - \$	94,4
İnağzi Yatırım - \$	2,4
Piyasa Değeri (30.06.2023) - \$	301,6
Piyasa Değeri (06.09.2023)- \$	309,1
Piyasa Değeri (06.09.2023 - TL)	8.287,0
06.09.2023 USD/TL	26,8
Hisse Sayısı	140
Piyasa Değeri - TL	59,02

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.3- Sonuç

Info Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları, BIST Termik Çarpanları ve Yurtdışı Çarpanlar sırasıyla %60, %30 ve %10 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için pay başı 57,15 TL değer tespit edilmiştir.

Tablo 8 – Çates Elektrik Üretim A.Ş. Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
İNA	309,1	60,0%	59,02
Yurtdışı Çarpanlar	553,5	10,0%	105,69
BİST Termik	444,4	30,0%	84,85
Halka Arz Piyasa Değeri	374,10	100%	71,44
Halka Arz İskontosu (%)	-20%		136
Nihai Değer	299,30		57,15

Kaynak: Çates Elektrik Üretim A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

5- Nihai Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporunda Çates Elektrik ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yönteminin birlikte kullanılmış olmasını makul buluyoruz. Ayrıca, şirket dinamiklerini daha iyi yansıtan İNA'ya %60 ağırlık verilmesini ihtiyatlı buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- ✓ Benzer şirket seçiminde yurt içinde Şirket ile tam benzer olmasına rağmen tek örneklem olması sebebiyle Çan Termik değerine ağırlık verilmemesinin uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- ✓ Piyasa yaklaşımı analizinde F/K çarpanının enerji sektöründe yüksek amortisman, kur farkı gideri nedeniyle kullanılmaması ve Şirket'in sektöründe sıklıkla kullanılan EV/EBITDA çarpanının kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ Şirket'in gelir ve giderlerinin önemli oranda dövize bağlı olması nedeniyle dolar bazlı değerlendirme yapılmasının uygun olduğunu değerlendiriyoruz.
- ✓ Nihai değerlendirme aşamasında İndirgenmiş Nakit Akımları, BIST Termik Çarpanları ve Yurtdışı Çarpanlar sırasıyla %60, %30 ve %10 ağırlıklandırılarak nihai değer tespit edilmiştir. Halka arz fiyatı belirlenirken tespit edilen değere uygulanan %20 halka arz iskontosunun makul olduğunu değerlendiriyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Çates Elektrik Üretim A.Ş. için ulaşılan 57,15 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. 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, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.