

ÇATES ELEKTRİK ÜRETİM ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

29 KASIM 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	.....	1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	.....	2
3 FİNANSAL BİLGİLER	.....	3
4 DEĞERLEME	.....	4
5 DEĞERLEME SONUCU	.....	8
6 GÖRÜŞ	.....	8



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Çates Elektrik Üretim A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	CATES
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	140.405.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	165.200.000 TL
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	24.795.000 TL Sermaye Artırımı 8.255.000 Ortak Satışı (Parla Enerji Yatırımları A.Ş.)
Halka Arz Satış Fiyatı	57,15 TL
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	30 Kasım – 1 Aralık 2023
Halka Arz Büyüklüğü	1.888.807.500 TL
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel: %70
	Yurt İçi Kurumsal: %20
	Yurt Dışı Kurumsal: %8
	Şirket Çalışanları: %2

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

Tablo 2 – Çates Elektrik Üretim A.Ş. Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortaklığın Ticaret Ünvanı / Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	27.01.2023 Tarihli Çates Genel Kurulu Tarihi İtibariyle		İşbu İzahname Tarihi İtibariyle	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Parla Enerji Yatırımları A.Ş.	140.405.000	100	140.405.000	100
Toplam	140.405.000	100	140.405.000	100

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

Tablo 3 – Parla Enerji Yatırımları A.Ş.’nin Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortaklığın Ticaret Ünvanı / Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	27.01.2023 Tarihli Çates Genel Kurulu Tarihi İtibariyle		İşbu İzahname Tarihi İtibariyle	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Aydem Holding A.Ş.	100.000	100	100.000	100
Toplam	100.000	100	100.000	100

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

Tablo 4 – Aydem Holding A.Ş.’nin Doğrudan Pay Sahipliğine İlişkin Bilgi

Ortaklığın Ticaret Ünvanı / Adı Soyadı	Sermaye Payı / Oy Hakkı			
	27.01.2023 Tarihli Çates Genel Kurulu Tarihi İtibariyle		İşbu İzahname Tarihi İtibariyle	
	(TL)	(%)	(TL)	(%)
Ceyhan Saldanlı	5.512.785.000	72,7	5.512.785.000	72,7
Ali Yağlı	1.804.819.500	23,8	1.804.819.500	23,8
Mehmet Akif Gül	265.223.500	3,5	265.223.500	3,5
Toplam	7.582.828.000	100	140.405.000	100

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

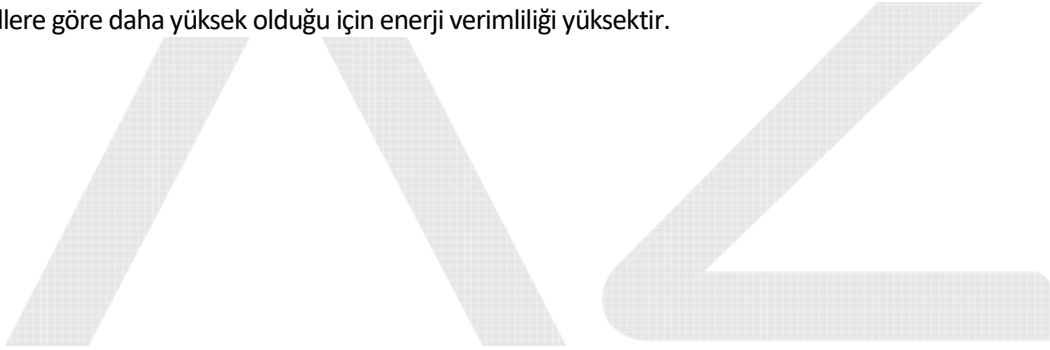
2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Şirket Zonguldak bölgesinden elde edilen kömürün değerlendirilerek elektrik üretiminde kullanılması amacıyla kurulmuş ve 2013 yılında özelleştirme kapsamına alınan Çatalağzı Termik Santrali 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığının açtığı ihale sonrasında varlık satışı yoluyla EÜAŞ'tan iktisap edilmiştir. Santralin ilk fazı 1948 yılında devreye alınmış; daha sonra 1989 ve 1991'de ikinci faz devreye alınmıştır. Şirketin 2014 yılında başlamak üzere 49 yıllığına elektrik üretim lisansı bulunmaktadır. Şirket, Çates Elektrik Üretim A.Ş. ünvanı ile Eylül 2014'te 100.000 TL sermayeyle tek pay sahibi Bereket Enerji Üretim A.Ş. olarak kurulmuştur. Ünite 1 ve Ünite 2 için sırasıyla 1989 ve 1991 yılında tamamlanan santral, 2x157,34 MWe olmak üzere toplamda 314,68 MWe gücünde olan iki üniteden oluşmaktadır. Çatalağzı Termik Santrali, ülkenin ilk termik santralidir. Türkiye Taş Kömürü Genel Müdürlüğüne bağlı olan Çatalağzı ve Zonguldak bölgesinden elde edilen kömür, kül oranı yüksek ve yıkama artıklarından oluşmaktadır.

Şirket kömür tedarikinde sürekliliği sağlamak ve birim maliyetleri aşağı çekmek için 2022 ve 2023/06'da toplamda 162 milyon TL olmak üzere 2 maden sahası yatırımı yapmıştır. İnağzı için sadece ruhsat alınırken Çankırı sahası için ruhsata ek olarak tesis yatırımı da tamamlanmıştır. 10 yıllığına ruhsatı alınan Çankırı'da 31 milyon ton kömür rezervi bulunmaktadır. Ruhsat süresinin sonunda şirketin süreyi uzatma hakkı bakidir.

Şirket, dağıtım, üretim, toptan satış segmentinin olduğu önemli bir grupta yer aldığı için benzerlerine göre daha düşük dengesizlik maliyetine maruz kalabilmektedir. Grupta yenilenebilir enerji şirketleri, Yatağan Termik santrali ve Ege bölgesinin dağıtım şirketleri yer almaktadır. Türkiye'de birkaç tane taş kömürüne dayalı santral olup Çates bunlardan bir tanesidir. Taş kömürüne dayalı santrallerde kömürün kalorifik değeri linyit santrallere göre daha yüksek olduğu için enerji verimliliği yüksektir.



3. Finansal Bilgiler

Tablo 5 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço

Finansal Durum Tablosu (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş 30.06.2023	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2022	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2021	Bağımsız Denetimden Geçmiş 31.12.2020
Bilanço (TL)				
Dönen varlıklar				
Nakit ve Nakit Benzerleri	40.521.859	24.849.600	4.339.896	82.061.639
Finansal Yatırımlar	24.873.129	21.315.818	24.021.100	4.222.827
Ticari Alacaklar	1.137.045.467	551.361.662	75.478.855	58.643.572
-İlişkili taraflardan Ticari Alacaklar	1.129.468.869	541.890.787	64.348	359.645
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	7.576.598	9.470.875	75.414.507	58.283.927
Diğer Alacaklar	979.675	37.577.401	9.135.105	19.856.902
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	498.141	37.161.722	8.674.529	19.535.447
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	481.534	415.679	460.576	321.455
Stoklar	250.344.590	127.298.290	43.598.053	22.835.949
Peşin Ödenmiş Giderler	3.722.503	56.560.446	4.320.693	2.344.227
Diğer Dönen Varlıklar	-	-	6.030.482	9.397
Toplam Dönen Varlığı	1.457.487.223	818.963.217	166.924.184	189.974.513
Duran Varlıklar				
Finansal Yatırımlar	-	-	-	100.000
Diğer Alacaklar	2.118.741	1.545.366	744.454	425.369
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	2.118.741	1.545.366	744.454	425.369
Maddi Duran Varlıklar	6.136.438.602	6.228.826.336	3.622.847.297	507.654.313
-Maden Varlıkları	160.772.407	74.965.692	-	-
-Diğer Maddi Duran Varlıklar	5.975.666.195	6.153.860.644	3.622.847.297	507.654.313
Kullanım Hakları	21.047.238	19.770.198	15.601.743	9.506.135
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	45.845.268	46.540.858	47.232.357	48.361.746
-Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	45.845.268	46.540.858	47.232.357	48.361.746
Peşin Ödenmiş Giderler	3.214.514	118.597.396	-	1.023.350
Toplam Duran Varlıklar	6.208.664.363	6.415.280.154	3.686.425.851	567.070.913
TOPLAM VARLIKLAR	7.666.151.586	7.234.243.371	3.853.350.035	757.045.426
Kısa Vadeli Yükümlülükler				
Kiralama İşlemlerinde Borçlar	7.802.643	5.047.250	2.779.608	2.547.528
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2.355.683.125	6.025.266	44.134.299	2.000.889.928
Ticari Borçlar	206.105.309	257.970.645	86.182.643	70.310.127
-İlişkili Taraflara Ticari Borçlar	6.204.142	85.299.192	8.274.674	17.003.249
-İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar	199.901.167	172.671.453	77.907.969	53.306.878
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.484.612	3.972.410	2.499.039	1.516.684
Diğer Borçlar	2.213.432	13.515.110	36.709.923	292.972.370
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	704.446	12.211.863	35.147.893	289.361.632
-İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	1.508.986	1.303.247	1.562.030	3.610.738
Ertelenmiş Gelirler	-	-	61.759	17.907
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	64.019.924	-	-	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	18.972.957	12.369.987	9.458.842	9.229.407
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	4.144.153	1.663.286	866.517	613.011
- Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	14.828.804	10.706.701	8.592.325	8.616.396
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	60.859.105	17.681.986	9.036.005	6.102.434
Toplam Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.720.141.107	316.582.654	190.862.118	2.383.586.385
Uzun Vadeli Yükümlülükler				
Uzun Vadeli Borçlanmalar	127.302.892	2.306.095.396	2.223.252.877	116.548.228
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	18.168.112	16.621.175	13.809.850	8.211.321
Uzun Vadeli Karşılıklar	22.757.291	15.894.133	8.993.218	6.623.770
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	22.757.291	15.894.133	8.993.218	6.623.770
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.112.960.226	1.159.503.649	526.510.134	-
Toplam Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.281.188.521	3.498.114.353	2.772.566.079	131.383.319
Toplam Yükümlülükler	4.001.329.628	3.814.697.007	2.963.428.197	2.514.969.704
ÖZKAYNAKLAR				
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	140.405.000	85.440.000	48.000.000	48.000.000
Ortakların İlave Katkıları	279.880.520	279.880.520	279.880.520	-
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer kapsamlı gelirler	4.353.111.915	4.507.546.448	2.489.425.675	263.713
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları	-10.051.221	-3.670.730	-567.936	263.713
-Maddi Duran Varlık Yeniden Değerleme Artışları	4.363.163.136	4.511.217.178	2.489.993.611	-
Geçmiş Yıllar zararları	-1.305.266.562	-1.747.407.265	-1.757.662.951	-1.472.826.357
Dönem Net Karı / (Zararı)	196.691.085	294.086.661	-169.721.406	-333.361.634
Toplam Özkaynaklar	3.664.821.958	3.419.546.364	889.921.838	-1.757.924.278
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR VE YÜKÜMLÜLÜKLER	7.666.151.586	7.234.243.371	3.853.350.035	757.045.426

Kaynak: Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 6 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU (TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş				
	1 Ocak - 30 Haziran 2023	1 Ocak - 30 Haziran 2022	1 Ocak - 31 Aralık 2022	1 Ocak - 31 Aralık 2021	1 Ocak - 31 Aralık 2020
Hasılat	1.826.743.384	1.137.841.892	3.352.361.239	630.496.326	461.703.016
Satışların Maliyeti (-)	-1.523.893.451	-931.703.518	-2.590.543.353	-652.850.118	-421.514.080
Brüt Kar / (Zarar)	302.849.933	206.138.374	761.817.886	-22.353.792	40.188.936
Genel Yönetim Giderleri (-)	-53.401.126	-21.158.446	-54.632.066	-21.902.902	-17.861.096
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	169.529.244	35.214.964	101.868.148	4.297.418	2.272.198
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-7.553.971	-2.569.541	-5.230.090	-12.235.207	-3.585.112
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	411.424.080	217.625.351	803.823.878	-52.194.483	21.014.926
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	3.051.103	4.063.625	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-	-	-	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı / (Zararı)	411.424.080	220.676.454	807.887.503	-52.194.483	21.014.926
Finansman Gelirleri	4.947.472	1.467.079	4.598.289	6.063.402	3.861.230
Finansman Giderleri (-)	-172.709.112	-206.023.216	-427.593.904	-238.838.120	-358.237.790
Finansman Giderleri , net	-167.761.640	-204.556.137	-422.995.615	-232.774.718	-354.376.560
Sürdürülen Faaliyet Vergi Öncesi Dönem Karı / (Zararı)	243.662.440	16.120.317	384.891.888	-284.969.201	-333.361.634
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri / (Gideri)	-46.971.355	-12.775.540	-90.805.227	115.247.795	-
-Dönem Vergi Geliri	-91.919.655	-	-	-	-
-Ertelenmiş Vergi Geliri	44.948.300	-12.775.540	-90.805.227	115.247.795	-
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı / (Zararı)	196.691.085	3.344.777	294.086.661	-169.721.406	-333.361.634
Dönem Net Karı / (Zararı)	196.691.085	3.344.777	294.086.661	-169.721.406	-333.361.634
Diğer Kapsamlı Gelir Kısmı					
-Kar veya Zararda yeniden Sınıflandırılmayacaklar	-6.380.491	909.929.929	2.198.097.865	2.537.687.002	164.220
-Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları / (Azalışları)	-	1.137.424.938	2.744.164.646	3.180.484.492	-
-Maddi Duran Varlıklar Yeniden Değerleme Artışları / (Azalışları) Vergi Etkisi	-	-225.725.303	-542.963.987	-641.965.841	-
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / (kayıpları)	-7.975.614	-2.212.133	-3.878.493	-1.039.561	164.220
-Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları / (kayıpları) Vergi Etkisi	1.595.123	442.427	775.699	207.912	-
Diğer kapsamlı Gelir / (Gider)	-6.380.491	909.929.929	2.198.097.865	2.537.687.002	164.220
Toplam Kapsamlı Gelir / (Gider)	190.310.594	913.274.706	2.492.184.526	2.367.965.596	-333.197.414
100 Pay başına Kazanç / (Kayıp) - Adi Hisse Senedi (Tam TL)	140,09	3,91	347,26	-353,59	-694,5
Toplam Kapsamlı Gelirlerden Elde Edilen 100 Pay Başına Kazanç / (Kayıp)	135,54	1.068,91	3.750,63	4.933,26	-694,16

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

İnfo Yatırım, Çates Elektrik Üretim A.Ş.’nin halka arz fiyatını tespitinde gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemleri birlikte kullanılmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde yurt içi ve yurt dışı şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değeri sırasıyla %30, %10 ve %60 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

- %12,1 AOSM ve %13,9 özsermaye maliyeti modellemişlerdir.
- Son dönemde Türk CDS’lerindeki düşüş ve 2038 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmesi risksiz getiriye düşüren sebepler arasında göstermişlerdir.
- TL kredilerde ortalama faiz oranı %12 olup 2023/06’da net borç 94,4 milyon \$ olarak bulunmuşlardır.
- Cari dönemde borçların önemli bir kısmı TL bazlı olup büyük bir kısmının kısa vadeli olduğunu belirtmişlerdir.
- Dönem sonu verileri yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesini modellemişlerdir.

Tablo 7 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. İşletme Sermayesi Tablosu

İşletme Sermayesi (Milyon TL)	2020	2021	2022	2023/06	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacak, Ort.	59	67	313	844	645	661	750	801	872	924
Stoklar, Ort.	23	33	85	189	152	214	245	265	289	311
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	2	3	30	30	35	34	40	43	47	50
Diğ. Dön. Var., Ort	0	3	3	-	2	9	10	10	11	12
Ticari Borç, Ort	70	78	132	192	183	430	493	532	582	626
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	17	19	28	91	65	117	134	145	158	171
Satışlar	462	630	3.352	4.041	4.269	6.063	6.886	7.348	8.002	8.483
SMM+Faaliyet Gid-Amortisman	393	588	2.379	2.908	3.015	3.964	4.549	4.912	5.367	5.776
Ticari Alacak Gün Süresi	46	39	34	76	55	40	40	40	40	40
Stok Gün Süresi	21	21	13	24	18	20	20	20	20	20
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	2	2	5	4	4	3	3	3	3	3
Diğ. Dön. Var. Gün	0	2	0	-	0	1	1	1	1	1
Ticari Borç Gün Süresi	65	49	20	24	22	40	40	40	40	40
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	16	12	4	11	8	11	11	11	11	11
Nakit Döngüsü	11	3	28	68	48	13	13	13	13	13
İşletme Sermayesi (Milyon TL)	-3,3	9,4	272,8	780,1	586,4	370,6	417,3	440,9	478,9	501,2
Değişim		12,8	263,4	507,2	313,6	-215,9	46,7	23,6	38,0	22,3
İşletme Sermayesi Değişimi (Milyon \$)		1,4	15,9	25,5	13,2	-6,8	1,4	0,6	1,0	0,5
İşletme Sermayesi/Satış	-0,70%	1,50%	8,1%	19,3%	13,7%	13,7%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 8 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. İşletme Sermayesi Tablosu(Devam)

İşletme Sermayesi (Milyon TL)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Ticari Alacak, Ort.	1.003	1.124	1.236	1.313	1.460	1.618	1.738	1.916	2.120	2.302
Stoklar, Ort.	339	377	414	446	493	544	590	649	715	780
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	55	61	67	72	80	88	95	105	115	126
Diğ. Dön. Var., Ort	13	15	16	17	19	21	23	25	28	30
Ticari Borç, Ort	683	758	832	897	992	1094	1186	1305	1438	1569
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	186	207	227	244	270	298	323	356	392	428
Satışlar	9.204	10.320	11.343	12.052	13.402	14.853	15.949	17.584	19.459	21.128
SMM+Faaliyet Gid-Amortisman	6.298	6.993	7.680	8.277	9.149	10.093	10.943	12.038	13.271	14.476
Ticari Alacak Gün Süresi	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Stok Gün Süresi	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Diğ. Dön. Var. Gün	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ticari Borç Gün Süresi	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Nakit Döngüsü	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
İşletme Sermayesi (Milyon TL)	541,4	612,2	673,4	706,7	790,0	879,0	935,9	1.033,9	1.148,0	1.241,4
Değişim	40,3	70,8	61,2	33,2	83,4	58,9	56,9	98,0	114,1	93,4
İşletme Sermayesi Değişimi (Milyon \$)	0,9	1,5	1,2	0,6	1,4	1,4	0,9	1,4	1,5	-14,0
İşletme Sermayesi/Satış	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

- İfo Yatırım, değerlendirme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağını varsaymıştır ve 309,1 milyon \$ değer tespit etmişlerdir. 30 Haziran 2023 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 6 Eylül 2023'e özsermaye maliyeti ile getirmişlerdir.
- 2023 yılı nakit akımından 2023/06'da oluşan nakit akımı çıkarılarak model kurgulamışlardır.

Tablo 9 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu

İNA (MİLYON \$)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	66	71	202	180	191	202	202	205	203	206
Değişim		8%	185%	-11%	6%	6%	0%	2%	-1%	1%
EBITDA	10	5	64	60	66	69	67	68	65	65
Değişim		-46%	1126%	-7,0%	10%	4%	-3%	1%	-4%	0%
EBITDA Marjı	14,8%	7,4%	31,8%	33,3%	34,6%	33,9%	33,1%	32,9%	31,9%	31,6%
Esas Faaliyet Karı	3	-6	48	39	45	47	46	46	44	44
Değişim		a.d.	a.d.	-20%	15%	6%	-4%	2%	-6%	1%
Vergi	22,0%	25,0%	23,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%
Operasyonel Vergiler	-	-	-	-10	-10	-11	-10	-11	-10	-11
Amortisman	-7	-10	-16	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21
Net Yatırım Giderleri	-2	-2	-8	-11	-4	-3,6	-3,7	-3,8	-3,8	-3,9
Yatırım / Satış	3,3%	3,0%	3,9%	6,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
Yatırım / Amortisman	0,3	0,2	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
İşletme Sermayesi Değiş.		-1	-16	-13	7	-1,4	-0,6	-1	-0,5	-0,9
Kaldıraçsız Nakit Akımı			41	31	59	53	52	52	51	49
Değişim				-24,7%	93%	-10,5%	-1,4%	0,0%	-3,3%	-2,3%
AOSM				12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı				30	53	42	37	33	29	25

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 10 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. İndirgenmiş Nakit Akımı Tablosu (Devam)

İNA (MİLYON \$)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Net Satışlar	216	222	221	229	237	238	245	254	258
Değişim	5%	3%	-1%	4%	4%	0%	3%	3%	1%
EBITDA	70	72	69	73	76	75	77	81	81
Değişim	7%	3%	-4%	5%	5%	-2%	4%	4%	0%
EBITDA Marjı	32,2%	32,3%	31,3%	31,7%	32,0%	31,4%	31,5%	31,8%	31,5%
Esas Faaliyet Karı	48	50	48	51	55	53	56	59	60
Değişim	10%	4%	-5%	8%	6%	-2%	5%	6%	1%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Operasyonel Vergiler	-12	-13	-12	-13	-14	-13	-14	-15	-15
Amortisman	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21	-21
Net Yatırım Giderleri	-4	-4,1	-6,6	-6,9	-7,1	-7,1	-7,4	-7,6	-7,7
Yatırım / Satış	1,8%	1,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Yatırım / Amortisman	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
İşletme Sermayesi Değiş.	-1,5	-1,2	-0,6	-1,4	-1,4	-0,9	-1,4	-1,5	14
Kaldıraçsız Nakit Akımı	52	54	50	52	54	53	55	57	72
Değişim	5,60%	3,30%	-7,30%	3,3%	4,4%	-0,8%	2,3%	3,9%	27,6%
AOSM	12,1%	12,1%	12,1%	12,10%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı	23	22	18	17	15	14	12	12	13

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 11 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. İNA Sonuç Tablosu

Firma Değeri-Milyon \$	393,7
Net Borç-Milyon \$	94,4
İnağzı Yatırımı-Milyon \$	2,4
Piyasa Değeri(30.06.2023-Milyon \$)	301,6
Piyasa Değeri(06.09.2023-Milyon \$)	309,1
Piyasa Değeri(30.06.2023-Milyon TL)	8.287,0
06.09.2023 USD/TL	26,8
Hisse Sayısı (Milyon)	140
Hisse Fiyatı-TL	59,02

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

İNA Varsayımları

- İno yatırım gelecek tahminlerinde kendi modellerinin verdiği enflasyon ve kur beklentilerini kullanmışlardır.
- Kurum Merkez Bankası ve piyasa beklentilerinin altında kur beklentileri modele entegre edilirken dolar bazlı değerlendirilme ve geliri Çates gibi dolar olan şirketler için TL

bazlı giderler nedeniyle kur beklentisinin artması TL bazlı giderleri dolar bazlı azalttığı için yüksek kur beklentisi değeri artırdığı için muhafazakar bir yaklaşım benimsediklerini ifade etmişlerdir.

- İkili anlaşma gereği şirket PTF fiyatlarının binde 7 üzerinden elektrik satabilmekte olup ikili anlaşma fiyatı dolar bazlı belirlenmiştir. Bununla birlikte modelde PTF fiyatlarına bir prim konulmamıştır.
- Yenilenebilir enerji, Yatağan termik santral ve ege bölgesinin dağıtım şirketlerini barındıran entegre bir grupta bulunması nedeniyle şirket diğer santrallere göre daha düşük dengesizlik oranına tabi olabileceğine belirtmişlerdir.
- 2024 yılında birim maliyeti düşük TTK ve Çankırı tesisinin payının kömür tedarikinde payının artması şirketin EBITDA marjını artıran temel etken olarak ifade etmişlerdir.
- Şirketin bulunduğu il olan Zonguldak'ta olması sebebiyle şirkete nakliye avantajı sunduğunu bildirmişlerdir.
- Çankırı yatırımı ile 2024'ten itibaren kömür tedarikin %12'sinin projeksiyon boyunca kendi sahasından sağlayacak olup bu durum birim maliyetleri düşürerek kar marjını 2024 yılında artıracığı varsayılmıştır.
- 2024 yılında ortalama kurdaki artış, nakliye avantajı sağlayan TTK kömür tedarik payının artması ve Çankırı yatırımının devreye girmesi ile EBITDA'da önemli bir artış beklemektedirler.
- Çankırı tesisinde 31 milyon ton kömür rezervi bulunduğunu, 2022'de ruhsatı alınmış, 2023'te tesis yatırımı yapılan maden sahasında 10 yıllık ruhsat süresi bulunduğunu bildirmişlerdir.
- Kömür yakımı sonrası oluşan küller önemli bir kısmı çimento fabrikalarına olmak üzere satılırken 2023 yılında kül birim fiyatında kayda değer bir büyüme olması deprem kaynaklı çimento fabrikalarının yoğun talebinin bir sonucu olduğunu ifade etmişlerdir.
- 2024 yılında EBITDA'da güçlü büyüme beklemektedirler.
- 2024 yılında EBITDA marjı artsa da projeksiyon döneminde ortalama marj 2022-2023 ortalamasının altında olduğu belirtilmiştir.
- 2024 yılında EBITDA marjı artsa da projeksiyon döneminde ortalama marjı 2022-2023 ortalamasının altında tahmin edilmiştir.
- 2025 ve sonrası EBITDA büyümesi ortalamada yıllık %2 olarak tahmin edilmiştir.

4.2. Piyasa Çarpanları Analizi

4.2.1. Uluslararası Çarpanlar

- Örnekleme 8 uluslararası firma kullanılmışlardır.
- Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer vermişlerdir.
- Çarpanların hesaplanmasında piyasa değerleri 6 Eylül 2023 tarihli kullanılmışlardır.
- Uç değerlerin elimine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurt dışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil etmemişlerdir.
- F/K çarpanlarının enerji sektöründe yüksek amortisman ve kur farkı gideri nedeniyle fazla kullanılmaması, son dönemde kur korumalı mevduat ve dolardaki hızlı artışla tek seferlik kur farkı geliri ve giderinin sektörde önemli boyutlara ulaşılması nedeniyle değerlendirilirken sadece EV/EBITDA çarpanı kullanılmışlardır.
- PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları hem faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri hem de enerji şirketlerinin çarpanlarında genel olarak kullanılmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamışlardır.

4.2.2.Yurtiçi Çarpanlar

- Elektrik endeksinde yer alan tüm şirketler incelenmiş olup YEKDEM'e tabi olmaları ve üretim içim herhangi bir hammadde maliyetine katlanmamaları nedeniyle yenilenebilir enerji şirketlerinin çarpanlarına değerlendirilmede yer verilmemesi gerektiğine kanaat getirmişlerdir. Bu nedenle BİST Elektrik endeksi altında bünyesinde çoğunlukla doğalgaz ya da termik santralleri bulunduran şirketler bir alt küme olarak belirlenmiş ve bu alt kümenin çarpanlarını değerlendirmede dikkate alınmıştır.
- Şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren ve bünyesinde sadece termik santral bulunduran CANTE'nin (Çan Termik Santrali) çarpanları baz alınarak da değer tespiti yapılmıştır ancak tek örnek olması sebebiyle nihai değerlendirmede CANTE çarpanlarından gelen değere herhangi bir ağırlık verilmemiştir.
- Değerlendirmede EV/EBITDA çarpanı kullanılırken çarpanların ve EBITDA'nın hesaplamasında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler altında takip edilen ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderlerini dikkate almışlardır. Örnek çarpanlar da aynı şekilde ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir gideri dahil EBITDA'lar üzerinden tespit edilmiştir.
- F/K çarpanının enerji sektöründe yüksek amortisman, kur farkı gideri nedeniyle genellikle kullanılmaması ve son dönemde kur korumalı mevduat ve dolardaki hızlı artışla tek seferlik kur farkı geliri ve giderinin sektörde önemli boyutlara ulaşması nedeniyle değerlendirilmede sadece EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları hem faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri hem de enerji şirketlerinin çarpanlarında genel olarak kullanılmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.
- Son dönemde gerçekleşen enerji şirketleri halka arzlarında EV/EBITDA çarpanı kullanılmışlardır. Bunun en önemli nedenlerinden bir tanesi gerek enerji şirketlerinin döviz bazlı borçlarının önemli seviyelerde olması gerekse kur korumalı mevduat mekanizması nedeniyle kur artışından kaynaklanan tek seferlik ilk finansman gelir ve giderlerinin önemli seviyelere ulaşmasıdır. Bu durumun karların normalize olmasını engellemekte ve sağlıklı F/K çarpanlarının oluşmasına engel olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı değerlendirilmede EV/EBITDA çarpanını baz almıştır.

Tablo 12 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. Yurtiçi Çarpan Analizi Sonuç Tablosu

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

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 13 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. Yurtdışı Çarpan Analizi Sonuç Tablosu

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

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 14 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. CANTE Analiz Sonuç Tablosu

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
CANTE EV/EBITDA (x)	7,5
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) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	440

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 15 – Çates Elektirk Üretim A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Özeti	Değer (Mn \$)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
Metadojiler			
İNA	309,1	60,0%	59,02
Çan2	440,0	0,0%	84,01
Yurtdışı Çarpanlar	553,5	10,0%	105,69
BİST Termik	444,4	30,0%	84,85
Halka Arz Piyasa Değeri	374,1	100,0%	74,44
Halka Arz İskontosu	-20,0%		
Nihai Değer	299,3		57,15

Kaynak: Çates Elektirk Üretim A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

5. Değerleme Sonucu

İnfo Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi kullanılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Çates Elektrik Üretim A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 374,1 milyon \$ olup hisse başı fiyatı 71,44 TL hesaplanmıştır.** Tespit edilen değere %20 oranında halk arz iskontosu uygulanmış olup, **halka arz iskontosu sonrası pay başına 57,15 TL olarak belirlenmiştir.**

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda Çates Elektrik Üretim A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşüdeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanları ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını ve piyasa çarpanlarında yurt içi ve yurt dışı benzer şirket ayrımı yapılarak değerlerin daha sağlıklı tespit edilmesine katkı sağladığı görüşüdeyiz.
- ✓ Piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasının şirketin operasyonel faaliyetleri ile uyumlu olduğunu düşünüyoruz.

- ✓ Nihai değerin tespit edilmesi aşamasında yurt içi ve yurt dışı şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre sırasıyla %30, %10 ve %60 şeklinde ağırlıklandırılmasını makul buluyoruz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Çates Elektrik Üretim A.Ş. için %20 halka arz iskontosunun ve iskonto sonrası 57,15 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**



Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.