

28 Kasım 2023

---

### **Amaç**

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**İfo Yatırım**") Çates Elektrik Üretim A.Ş. ("**Çates**" ve/veya "**Şirket**") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

### **1. Şirket Hakkında Özet Bilgi**

Çates Elektrik Üretim A.Ş. ünvanı ile Eylül 2014'te 100.000 TL sermayeyle tek pay sahibi Bereket Enerji Üretim A.Ş. olarak kurulmuştur. Şirket, devreye alma çalışmaları 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. Santral'daki 1. Ünite, 1990 yılında ve 2. Ünite, 1991 yılında ticari işletmeye (sisteme elektrik verme) başlamıştır. Şirket, Zonguldak bölgesinden elde edilen kömürün değerlendirilerek elektrik üretiminde kullanılması amacıyla kurulmuş ve 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığının açtığı ihale sonrasında varlık satışı yoluyla iktisap edilmiştir. Şirket'in 2014 yılında başlamak üzere 49 yıllığına elektrik üretim lisansı bulunmaktadır.

### **Halka Arz Bilgileri**

Çates paylarının halka arzı eşit dağıtım yöntemi ile pay başı sabit fiyat 57,15 TL ile 30 Kasım – 1 Aralık 2023 tarihleri arasında gerçekleştirilecektir.

Şirket'in, çıkarılmış sermayesinin 140.405.000 TL'den 165.200.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 24.795.000 TL nominal değerli 24.795.000 adet B grubu pay ve mevcut ortak Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'ye ait 8.255.000 TL nominal değerli 8.255.000 adet B grubu pay olmak üzere toplam 33.050.000 TL nominal değerli 33.050.000 adet B grubu pay halka arz edilecektir. Buna göre şirketin halka açıklık oranı %20,01 olacaktır.

QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından halka arz gelirin %20'si ile 30 gün boyunca fiyat istikrarına ilişkin işlem gerçekleştirilmeyi planlanmaktadır. Ancak QNB Finans Yatırım fiyat istikrarı işlemlerini kesin olarak yerine getireceğine ilişkin bir taahhüt vermemektedir.

28 Kasım 2023

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Çates Elektrik Üretim A.Ş.
Borsa Kodu	CATES
Halka Arz Öncesi Sermaye	140.405.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	165.200.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	33.050.000 TL (Sermaye Artışı ve Ortak Satışı) (Ek Satış Hariç)
Halka Açıklık Oranı	%20,01 (Ek Satış Hariç)
Aracı Kurum	İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	57,15 TL
Talep Toplama Tarihleri	30 Kasım – 1 Aralık 2023
Halka Arz Büyüklüğü	1.888.807.500
Ek Satış (Nominal)	-

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP

#### Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arzın gerekçeleri; Şirket'in özkaynaklarının ve işletme sermayesinin güçlendirilmesi, büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması, sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, Şirket paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşulması olarak sayılabilir.

Paylarını Halka Arz Eden Pay Sahibi Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'nin 8.255.000 adet payın satışından elde edeceği gelirden halka arz maliyetlerinin çıkarılması ile bulunan net gelir, Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'nin tasarrufunda olacaktır.

Şirket, ihraç edilecek 24.795.000 TL nominal değerli pay karşılığı elde edilecek kaynaktan halka arz maliyetleri düşüldükten sonra kalan kısmın tamamını, mali borçluluğun azaltılması amacıyla, mevcut kredi borçlarını oluşturan ve 21 Haziran 2019 tarihli Kredi Sözleşmesi kapsamında borçların geri ödemesinde kullanmayı planlamaktadır.

## 2. Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/ Pazarlardaki Yeri

Şirket, Zonguldak'ın Çatalağzı beldesinde bulunan 319,6 MWm/314,68 MWe kurulu güce sahip kömüre dayalı Santral'i işletmektedir. Santral'in, 2020, 2021 ve 2022 yıllarında ve 30 Haziran 2023 tarihinde sonra eren dönemde üretmiş olduğu toplam brüt elektrik enerjisi miktarı sırasıyla yaklaşık 1.234 GWh, 1.219 GWh, 1.867 GWh ve 933 GWh'dir. Üretilen bu elektrik enerjisinin satışından 2020, 2021 ve 2022 yıllarında ve 30 Haziran 2023 tarihinde sonra eren dönemde elde edilen gelir toplamda sırasıyla yaklaşık 462 milyon TL, 630 milyon TL, 3.352 milyon TL ve 1.827 milyon TL olarak gerçekleşmiştir.

	2020	2021	2022	2022/06	2023/06
Kurulu Güç (Mwe)	314,68	314,68	314,68	314,68	314,68
Brüt Üretim Miktarı (MWh)	1.233.763	1.219.382	1.867.412	823.437	932.956
Kapasite Kullanım Oranı	%45	%44	%68	%60	%68

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Şirket'in mal ve hizmet satışları, net satışlarının ortalama %0,4'ünü oluşturmuştur. Şirket'in faaliyet sonuçlarına etki eden önemli ve temel faktörler şunlardır:

- Makroekonomik ortam, elektrik piyasası ve elektriğe olan talep,
- Elektrik satışından elde edilen gelirler,

28 Kasım 2023

- İşletim faaliyetleri, bakım ve diğer masraflar,
- Elektrik piyasasındaki regülasyona ilişkin düzenlemeler,
- Üretim tesisinin üretim kapasitesi ve emre amadeliliği,
- Şirket'in faaliyetlerinin finansmanı,
- Döviz kuru riski.

### 3. Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 yıllarına ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023	Son 12 Ay
Hasılat	461.703.016	630.496.326	3.352.361.239	1.826.743.384	4.041.262.731
Satışların Maliyeti	(421.514.080)	(652.850.118)	(2.590.543.353)	(1.523.893.451)	(3.182.733.28)
Brüt kâr	<b>40.188.936</b>	<b>(22.353.792)</b>	<b>761.817.886</b>	<b>302.849.933</b>	<b>858.529.445</b>
Brüt kâr marjı	%0,7	%-3,5	%22,7	%16,6	%21,2
FAVÖK	68.128.526	46.768.735	1.067.590.023	621.182.892	1.360.778.063
FAVÖK Marjı	%14,8	%7,4	%31,8	%34,0	%33,7
Vergi Öncesi Kârı	(333.361.634)	(284.969.201)	384.891.888	243.662.440	<b>612.434.011</b>
Net Dönem Kârı	<b>(333.361.634)</b>	<b>(169.721.406)</b>	<b>294.086.661</b>	<b>196.691.085</b>	<b>487.432.969</b>
Net Kar Marjı	a.d	a.d	8,8%	10,8%	12,1%

Kaynak: İzahname

Şirketin 2020 yılı net satışları 461.703.016 TL iken 2021 yıl sonu itibarıyla %36,6 artarak, 630.496.326 TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında 2021 yılına oranla %431,7 artarak 3.352.361.239 TL'ye yükselmiştir.

2022 yıl sonunda %8,8 net kar marjıyla çalışan şirket 30.06.2023 son 12 aylık verilere göre net kar marjını %12,1'e çıkarmıştır.

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 30.06.2023 dönemlerine ilişkin özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

Özet 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
Duran Varlıklar	567.070.913	3.686.425.851	6.415.280.154	6.208.664.363
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>757.045.426</b>	<b>3.853.350.035</b>	<b>7.234.243.371</b>	<b>7.666.151.586</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.383.586.385	190.862.118	316.582.654	2.720.141.107
Uzun Vadeli Yükümlülükler	131.383.319	2.772.566.079	3.498.114.353	1.281.188.521
Özkaynaklar	(1.757.924.278)	889.921.838	3.419.546.364	3.664.821.958
Ödenmiş Sermaye	48.000.000	48.000.000	85.440.000	140.405.000
<b>TOPLAM ÖZKAYNAKLAR VE YÜKÜMLÜLÜKLER</b>	<b>757.045.426</b>	<b>3.853.350.035</b>	<b>7.234.243.371</b>	<b>7.666.151.586</b>

Kaynak: İzahname

### 4. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

**28 Kasım 2023**

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- A- Piyasa Çarpanları Analizi
- B- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

### **Piyasa Çarpanları Analizi**

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri/ Faiz Amortisman Vergi Öncesi Kâr (FD/ FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Çalışmanın tamamına hâkim olan muhafazakâr bakış açısı sebebiyle FD/ FAVÖK çarpanları 0x-30x aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu aralık dışında kalan verilerin sağlıklı sonuç vermeyeceği düşünülmüştür.

FD/ FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/ sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Sıklıkla kullanılan diğer yöntemlerden F/K çarpanını; 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 ulaşması nedeniyle değerlendirme yapılırken FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve FD/Net Satış rasyoları hem faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri hem de enerji şirketlerinin çarpanlarında genel olarak kullanılmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

### Yurt İçi Benzer Şirketler (Termik Şirketleri) Çarpan Değerleri:

Elektrik endeksinde yer alan tüm şirketler incelenmiş olup YEKDEM'e tabi olmaları ve üretimlerinde herhangi bir hammadde maliyetine katlanmamaları nedeniyle yenilebilir endeksi şirketlerinin çarpanlarına değerlemede yer verilmemesi gerektiğine kanaat getirilmiştir. Bu nedenle BIST Elektrik endeksi altında bünyesinde çoğunlukla doğalgaz ya da termik santralleri bulunduran şirketler bir alt küme olarak belirlenmiş ve bu alt kümenin çarpanları değerlemede dikkate alınmamıştır. Ek olarak şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren ve bünyesinde sadece termik santral bulunan CANTE'nin (Can Termik Santrali) çarpanları baz alınarak da değer tespiti yapılmıştır ancak tek örnek olması sebebiyle nihai değerlemede CANTE çarpanlarından gelen değere herhangi bir ağırlık verilmemiştir.

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	FD/ FAVÖK
Ak Enerji	145	8,0
Aksa Enerji	1.781	7,0
Çan2 Termik	583	7,5
İzdemir Enerji	1.405	14,9
Zorlu Enerji	900	8,9
<b>Medyan</b>		<b>7,5</b>

*Kaynak: Fiyat Tespit Raporu*

28 Kasım 2023

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri:

8 uluslararası firma örnekleme kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 6 Eylül 2023 tarihlidir.

Şirket	Firma Değeri (mn)	İskontolu FD/ FAVÖK
Unipro Pjsc	1.410	1,6
Petrovietnam Power Corp	1.342	6,8
CLIn Energy Cllangyuan Elect-A	2.074	m.d
Top Energy Co ltd Shanxi - A	1.544	m.d
Pha Lao Thennal Po-Jso	200	14,3
Yakutskenergo Ojsc	50	9,1
Elango Industnes ltd	0,3	m.d
Taqa Morocco	2.770	9,0
<b>Medyan (aykırı değerler elenmiş)</b>		<b>9,1x</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpanlar Analizi Sonucu	Piyasa Değeri Mn (USD)	Ağırlık (%)	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri Mn (USD)
<b>Yurt Dışı Benzer Şirketler Medyanı</b>			
Piyasa Değeri	554	25	138,5
<b>BIST Termik Şirketleri Medyanı</b>			
Piyasa Değeri	444	75	333
<b>Çan 2 Termik Santrali Medyanı</b>			
Piyasa Değeri	440	0	0
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>		<b>100</b>	<b>471,5</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)**

2023-2038 arası dönemde şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde Info Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023 yılında 2022 yılında yükselen elektrik fiyatlarının normalize olmaya başlaması ile satışlar ve EBITDA'da dolar bazlı kısmi gerileme beklenmektedir. EBITDA marjının yıllara sari 2022-2023 ortalamasının hafif altına gerilemesi beklenmektedir. Halka açıklık oranı asgari seviyede %20 şartını sağladığı için projeksiyondaki 5 yıl için kurumlar vergisinden %2 istisna modelde varsayılmıştır. Santralin faydalı ömrü 2038'de tamamlanmaktadır. Şirket 2063 yılına kadar lisansa sahiptir. 2038 sonrası planlama, lisansın kullanımı ve yapılacak yatırım o dönemin ekonomik konjonktürüne göre belirleneceği, bugünden ilgi yatırım fizibilitesinin tahmin edilmesinin kolay olmayacağı ve muhafazakar tarafta kalmak adına nakit akışları lisan süresi 2038'den sonra devam etmesine rağmen faydalı ömür olan 2038 yılında durdurulmuştur.

28 Kasım 2023

#### AOSM

AOSM(USD)		
Risksiz Faiz Oranı	%8,4	US900123BB58 2038 Vadeli Eurobond Bileşik Faizi 6 Eylül 2023 Tarihli
Kaldıraçsız Beta	0,5	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Vergi Oranı	%24,4	Vergi Oranı
Borç/Özkaynak	%67,8	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	%40,4	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	%24,0	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır
Özsermaye Piyasa Risk Primi	%5,5	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi
Borçlanma Maliyeti	%12,4	Uzun vadede risksiz getiri +%4
Kaldıraçlı Beta	1	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermaye Maliyeti	%13,9	Riskten arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi işlem görmüş aktif
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	%59,6	1- toplam finansmandaki borç oranı
<b>Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti</b>	<b>%12,1</b>	<b>(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA Değerleme Sonuçları (mUSD)	2023T
<b>Serbest Nakit Akımlarının Bugünkü Değeri</b>	<b>393,7</b>
Firma Değeri	837.672.253
<b>Net Finansal Borç</b>	<b>94,4</b>
<b>İnağzı Yatırımı</b>	<b>2,4</b>
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>309,1</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

#### 5. Değerleme Sonucu ve Görüş

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Piyasa Değeri(m\$)
İNA	60,00%	309,1
Çarpan Analizi	40,00%	471,5
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri</b>		<b>374,1</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	Sonuç
<b>Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (mUSD)</b>	<b>374,1</b>
<b>Birim Pay Değeri (TL)</b>	<b>71,44</b>
Halka Arz iskontosu (%)	%20
<b>Halka Arz Birim Pay Fiyatı (TL)</b>	<b>57,15</b>
<b>Halka Arz Piyasa Değeri (mUSD)</b>	<b>299,3</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

**28 Kasım 2023**

---

Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

- İNA analizi kapsamındaki projeksiyon varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmış ve yöntemlere sırasıyla %60 ve %40 ağırlık verilmiştir. %50 %50 ağırlıklandırmanın daha uygun olduğunu düşünsek de çarpan analizi sonucu gelen değer İNA sonucu gelen değerden daha büyük çıktığı için yapılan ağırlıklandırmanın makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sektör bazında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 0x-30x aralığı kullanılmıştır. Sektör bazlı daha dar bir aralık seçilmesinin daha makul olacağını düşünmekteyiz.

Değerlendirmemiz sonucunda **%20,0** oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan **57,15 TL** hisse başı fiyatı makul buluyoruz.