

ÇATES ELEKTRİK ÜRETİM A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
28 Kasım 2023

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İntegral Yatırım), yetkili aracı kurum olduğu Çates Elektrik Üretim A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Çates Elektrik" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında İntegral Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Çates Elektrik Üretim A.Ş.

HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	Çates Elektrik Üretim A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Çates Elektrik Üretim A.Ş. Ve Parla Enerji Yatırımları A.Ş.
Halka Arz Tarihleri	30 Kasım - 01 Aralık 2023
Halka Arz Fiyatı	57,15 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	140.405.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	165.200.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,01%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	33.050.000

Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler

İhraççı, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmayacağını taahhüt etmiştir. Şirketin mevcut pay sahipleri şirket paylarının BİST'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca sahip oldukları halka arza konu olmayan şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etti. Parla Enerji A.Ş. payların BİST'de işlem görmeye başladığı gün dahil olmak üzere 5 işlem günü süreyle her açılış seansında, halka arz fiyatından yetkili aracı kurum aracılığıyla 1.651.000 adet günlük geçerli emir girecektir.

Tahsis Grupları ve Pay Oranları

Payların %70'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara

Payların %2'si Aydem Grubu Çalışanlarına

Payların %20'si Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara

Payların %8'i Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılara

Borsa Kodu

CATES

İşlem Göreceği Pazar

Yıldız Pazar

Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu, İzahname

3. ŞİRKET PROFİLİ

1946 yılında Türkiye'nin ilk baz termik santrali olarak kurulan ÇATES A Santrali'nin 1982 yılında ekonomik ömrünü tamamlayarak kapatılmasının ardından devreye alınan ÇATES B Santrali, 2014 yılında özel sektör elektrik üretim dünyasındaki yerini almıştır. Türkiye'nin ilk ve tek yerli taş kömürü santrali olan Çatalağzı Termik Santrali, Zonguldak gibi Türkiye'deki en zengin kömür rezervlerinin olduğu lokasyonda bulunması, deniz kıyısındaki konumu ile benzerlerinden ayrılmaktadır. Türkiye'nin elektrik ihtiyacının yaklaşık %2,25 karşılamaaktadır. Şirket paylarının tamamı Aydem Holding A.Ş.nin %100 bağlı ortaklığı olan Parla Enerji Yatırımları A.Ş'ye aittir.

Çates Elektrik ağır sanayide kullanılmayan, bölgenin taş kömürünün enerji üretiminde değerlendirilmesi için kurulmuştur. Artan enerji ihtiyacını yerli üretimle sağlamanın öneminin bilinciyle de 2.450 kcal/kg olan kazanlarını uygun nitelikteki yakın bölge kömürleriyle de beslemektedir. Santralin iki ünitesi bulunmaktadır ve toplam kurulu gücü 2x157,34 MW ile 314,68 MW, yıllık üretim kapasitesi 2.286.GWh'tir.

Çankırı ve İnağzı maden saha yatırımı... Şirket kömür tedarikinde sürekliliği sağlamak ve birim maliyetleri aşağı çekmek için 2022 ve 2023/6'da toplamda 162 mn 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 mn ton kömür rezervi bulunmaktadır. Ruhsat süresinin sonunda Şirket'in süreyi uzatma hakkına sahiptir. İlgili yatırımın etkisiyle 2024 yılında birim kömür maliyetlerinin gerilemesi ve lojistik avantajı nedeniyle maliyeti düşük TTK payının artacak olması ve yükselecek ortalama kurun da etkisiyle EBITDA'da TL bazlı kayda değer bir büyüme beklenmektedir.

Santral Ekipmanları ve Üretim Süreci... Santral ekipmanı olarak tekrar kızdırcılı, tek ocaklı, domlu tabii kazan iki silindirli, kondenserli türbin 3 fazlı generatör bulunmaktadır. Kazan kömürün yakılarak saf suyun kızgın buhara dönüştürülmesi için gerekli enerjinin elde edildiği procestir. Çevre standartlarına uygun üretim yapan santralin soğutma suyu, denize yaptırılan bir mendirek sayesinde durgun sudan pompalarla alınmakta, santralde kullanılan kazan besleme suyu ise Dereköy mevkiindeki göletten gelmektedir. Tasfiyehanede işleme tutulan bu su, saf su haline getirildikten sonra sisteme verilmektedir.

Şirket dağıtım, üretim, toptan satış segmentinin olduğu önemli bir grupta yer aldığı için benzerlerine göre daha düşük dengesizlik maliyetine maruz kalabilmektedir. Grupta yenilenebilir şirketleri Yatağan Termik santrali ve Ege Bölgesinin dağıtım şirketleri yer almaktadır. Entegre bir grupta yer alınması sektörün dinamiklerinin daha iyi okunmasını beraberinde getirebilmektedir. Zonguldak'ta Türkiye Taş Kömürü Kurumu'nun bulunması sebebiyle kömür ihtiyacının önemli bir kısmı taş kömüründen sağlanmaktadır. Türkiye'de birkaç tane taş kömürüne dayalı santrallerde kömürün kalorifik değeri linyit santrallere göre daha yüksek olduğu için enerji verimliliği yüksektir.

3.1 Satışlar

Net Satışların Kırılımı - TL	2020	2021	2022	Son 4 Çeyrek	6A22	6A23
Elektrik Satış Gelirleri	426.864.531	552.565.718	3.334.447.872	4.025.593.210	1.126.093.347	1.817.238.685
Kapasite Mekanizması Gelirleri	36.219.149	76.053.648	8.256.521		8.256.521	
Mal ve Hizmet Satış Gelirleri	4.567.737	3.731.146	9.656.846	15.669.521	3.492.024	9.504.699
Diğer Gelirler	8.604	4.762,00				
Satıştan İadeler	-5.957.005	-1.858.948,00				
Net Satışlar	461.703.016	630.496.326	3.352.361.239	4.041.262.731	1.137.841.892	1.826.743.384
Değişim		36,6%	431,7%			60,5%

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

3.2 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
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 Kısmı	B	-	-	33.050.000	20,01%
Toplam		140.405.000	100%	165.200.000	100%

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Bilanço (TL)	2023/06	2022	2021	2020
Dönen Varlıklar	1.457.487.223	818.963.217	166.924.184	189.974.513
Duran Varlıklar	6.208.664.363	6.415.280.154	3.686.425.851	567.070.913
Toplam Varlıklar	7.666.151.586	7.234.243.371	3.853.350.035	757.045.426
Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.720.141.107	316.582.654	190.862.118	2.383.586.385
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.281.188.521	3.498.114.353	2.772.566.079	131.383.319
Özkaynaklar	3.664.821.958	3.419.546.364	889.921.838	-1.757.924.278

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

	2020	2021	2022	9A22	9A23
Hasılat	461.703.316	630.496.326	3.352.361.239	2.241.520.486	2.926.767.297
Satışların Maliyeti	-421.514.080	-652.850.118	-2.590.543.353	-1.821.807.807	-2.396.734.789
Brüt Kar / Zarar	40.188.936	-22.353.792	761.817.886	419.712.679	530.032.508
Esas Faaliyet Karı / Zararı	21.014.926	-52.194.483	803.823.878	440.422.395	642.222.154
Finansman Gelir Gideri Öncesi Faaliyet Kar/Zararı	21.014.926	-52.194.483	807.887.503	444.486.020	642.222.154
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı / Zararı	-333.361.634	-284.969.201	384.891.888	127.811.506	392.636.395
Net Dönem Karı/ (Zararı)	-333.361.634	-169.721.406	294.086.661	100.140.629	401.670.751

Kaynak: Çates Elektrik Bağımsız Denetim Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Şirket sermaye artışı yoluyla ihraç edilecek yeni payların halka arz edilmesi kapsamında gelir elde edecektir. Şirket, halka arz gelirinin tamamını, mali borçluluğun azaltılması amacıyla, mevcut kredi borçlarını oluşturan ve 21 Haziran 2019 tarihli Kredi Sözleşmesi kapsamında borçların geri ödemesinde kullanmayı planlamaktadır.

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve indirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine %40, indirgenmiş nakit akımına %60 ağırlık verilmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Şirket'in gelir ve giderlerinin önemli oranda dövize paralel gerçekleşmesi nedeniyle değerlendirme dolar bazlı yapılmıştır. Projeksiyonda risksiz getiri olarak 2038 vadeli Eurobond'un (US900123BB58) 6 Eylül 2023 tarihli kapanış fiyatına göre %8,4 bileşik getirisi alınmıştır. Piyasa algısına en uygun olarak düşünülen %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Muhafazakar kalmak adına Bata 1 olarak alınmıştır. Şirket'in 2023/06 mali tablosunda dolar bazlı borçlanması %6 olmasına rağmen risksiz getirinin 400 baz puan üstü %12,4 borçlanma maliyeti olarak kabul edilmiştir. Projeksiyonda özsermaye maliyeti %13,9, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ise %12,1 olarak alınmıştır. Şirket'in özsermaye değeri 309,1 milyon dolar olarak hesaplanmıştır. Pay başına ise 59,02 TL'ye tekabül etmektedir.

İNA Sonuç	
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 (06.09.2023 - Milyon TL)	8.287,0
06.09.2023 USD/TL	26,8
Hisse Sayısı (Milyon)	140,0
Hisse Fiyatı - TL	59,0

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Uluslararası bazda piyasa çarpanları bazında 8 uluslararası firma projeksiyonda kullanılmıştır. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 6 Eylül 2023 tarihlidir. Bu kapsamda uç değerleri elimine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı dahil edilmemiştir.

Yurtiçi çarpanlarında ise BIST Doğalgaz ve Termik çarpanları baz alınmış olup BIST Elektrik endeksi altında, bünyesinde çoğunlukla doğalgaz ya da termik santralleri bulunduran şirketler bir alt küme olarak belirlenmiş ve bu alt kümenin çarpanları değerlendirilmede dikkate alınmıştır. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Uç değerleri elimine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtiçi şirketlerin EV/EBITDA çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı dahil edilmemiştir.

Farklı ülke risklerine tabi olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere %10 ağırlık verilirken BIST Termik örneklerine %30 ağırlık verilmiştir. BIST doğalgaz & Termik EV/EBITDA (x) çarpanına göre hesaplanan piyasa değeri 444 milyon dolar, pay başına ise 84,85 TL olarak hesaplanmıştır. Yurtdışı benzer şirketler EV/EBITDA (x) çarpanına göre hesaplanan piyasa değeri 553,5 milyon dolar, pay başına ise 105,69 TL olarak hesaplanmıştır.

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%
Yurtiçi Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	440

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

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	94,4
BIST Doğalgaz&Termik EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	444
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Doğalgaz&Termik Alt Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	444

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
Yurtdışı Benzer Şirketler 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 Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	554

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemi %60 ve piyasa çarpan analizi %40 ağırlıklandırılarak 374,1 milyon dolar özkaynak değerine ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 57,15 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
İNA	309,1	60%	59,02
Çan2	440,0	0,0%	84,01
Yurtdışı Çarpanlar	553,5	10,0%	105,69
BİST Termik	444,40	30,0%	84,85
Halka Arz Piyasa Değeri	374	100,0%	71,44
Halka Arz İskontosu	20,00%		
Nihai Değer	299,30		57,15

Kaynak:Çates Elektrik Fiyat Tespit Raporu

7. GÖRÜŞ

İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını uygun buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Çates Elektrik için hesaplanan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 57,15 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: 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 dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.