

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Çan2 Termik A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Çan2 Termik A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Çan2 Termik A.Ş.	
Borsa Kodu	CANTE
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %50 Yurt İçi Kurumsal : %50
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	21-22 Nisan 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	252.410.000 TL
Sermaye Artırımı	67.590.000 TL
Ortak Satışı	0 TL
Ek Satış	6.759.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	320.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	21,12%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	23,23%
Talep Toplama Fiyatı	3,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	263.601.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	289.961.100 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	984.399.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.248.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2020	26,63
FD/FAVÖK 2020	9,97
PD/DD 2020	1,24

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2020	33,76
FD/FAVÖK 2020	9,97
PD/DD 2020	1,18

Özet Bilgi

- Çan2 Termik A.Ş., Ankara Ticaret Sicili'ne 27.05.2003 tarihinde Çan Kömür ve İnşaat Limited Şirketi unvanı ile tescil edilmiş olup, 04.09.2013 tarihinde unvan değişikliği ile süresiz olarak Çan Kömür ve İnşaat A.Ş. kurulmuştur. Şirket'in unvanı daha sonra 21 Ocak 2021 tarihinde Çan2 Termik A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket, elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması, tesislerin işletmeye alınması, kiralanması, elektrik enerjisi üretilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya oluşturulan kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.
- Türkiye ekonomisinde yaşanan gelişmeler, elektrik piyasasında regülasyona ilişkin düzenlemeler, elektriğe olan talep ve elektrik satış fiyatları, santralin üretim kapasitesi gibi hususlar Şirket'in faaliyet sonuçlarına etki eden önemli faktörler olarak yer almaktadır.
- Şirket'in %100 payla ana ortağı konumunda olan Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. enerji ve madencilik alanlarında faaliyet gösteren bir şirketler topluluğudur. Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. 28.09.2010 tarihinde kurulmuştur. Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş. ve iştirakleri sahip olduğu iş modelinde elektrik üretimi, elektrik perakende ve doğalgaz satışı, maden üretimi ve satışında faaliyet göstermektedir. Madencilik faaliyetleri kapsamında ise stratejik metal olan antimon trioksit üretiminin yanı sıra sahip olduğu çeşitli ruhsatlardaki değerli metal ve kömür kaynaklarını genişletme çalışmaları da devam etmektedir.
- Çan2 Termik A.Ş. enerji sektöründe faaliyet göstermek üzere 09.09.2013 yılında Odaş Elektrik Üretim San. Tic. A.Ş. tarafından %92'si devir alınan bir elektrik üretim, tedarik ve madencilik şirkettir. Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.'nin Şirket'teki ortaklık oranı 22.09.2020 tarihi itibarıyla %100'e ulaşmıştır.
- Şirket'in mevcut durum itibarıyla 340MWm/330MWe kurulu güce sahip yerli kömüre dayalı termik santrali bulunmaktadır. Çan2 Termik Santrali 01.08.2018 tarihi itibarıyla ilgili Bakanlık kabulü yapılarak ticari faaliyete geçmiştir.Çan2 Termik Santrali, 2020 yılı içerisinde toplam 1.866GWh brüt elektrik üretimi gerçekleştirmiştir.
- Çan2 Termik Santrali, EÜAŞ ile yapmış olduğu, yerli kömür santrallerden elektrik tedarikine yönelik düzenleme kapsamındaki ikili anlaşma ile ilgili düzenlemede öngörülen fiyat ile elektrik enerjisi satışı yapmaktadır. Yerli Kömür Yakıtlı Elektrik Üretim Santrallerini işleten özel şirketlerden elektrik enerjisi satın alımına yönelik olarak hazırlanan anlaşma metni kapsamında, öngörülen fiyatlar ABD Dolarına endekslenmiş bulunmaktadır.
- Mevcut durumda Şirket'in sermayesine ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortaklık Yapısı

Çan2 Termik Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Odaş Elektrik Üretim A.Ş.	252.410.000	100,00%	252.410.000	78,88%	252.410.000	77,25%
Halka Açık Kısım			67.590.000	21,12%	74.349.000	22,75%
Toplam	252.410.000	100,0%	320.000.000	100,0%	326.759.000	100,0%

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yeri

- Mali yapının güçlendirilmesi, bilinirliğin ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaf ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğini güçlendirmek
 - Halka arz gelirlerinin tamamı Yapı Kredi ve Halkbank nezdinde bulunan banka kredilerinin kısmi kapamalarında
- Kullanılması planlanmaktadır.

Mali Tablolar

Çan2 Termik A.Ş. Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2017	2018	2019	2020
Dönen Varlıklar	66.771.281	228.978.551	449.658.953	320.992.271
Nakit ve Nakit Benzerleri	5.945.169	1.107.559	2.968.335	1.203.171
Ticari Alacaklar	4.543.342	23.785.433	70.816.425	100.771.197
Diğer Alacaklar	7.982.110	55.407.807	155.509.567	42.016.966
Stoklar	-	46.020.949	85.036.278	127.864.319
Peşin Ödenmiş Giderler	457.850	3.535.148	16.044.542	13.970.747
Diğer Dönen Varlıklar	47.842.810	99.121.655	119.283.806	35.165.872
Duran Varlıklar	1.028.281.291	2.261.704.534	2.247.106.728	2.435.027.970
Diğer Alacaklar	37.180	32.829	33.214	209.744
Maddi Duran Varlıklar	797.302.037	2.212.911.596	2.147.845.716	2.173.562.940
Kullanım Hakkı Varlıkları	-	-	1.881.031	4.491.133
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4.305.981	4.885.906	15.361.852	33.575.604
Peşin Ödenmiş Giderler	708.347	284.910	2.371.829	2.210.821
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	-	142.739.441
Diğer Duran Varlıklar	225.927.746	43.589.291	79.613.086	78.238.288
Toplam Varlıklar	1.095.052.572	2.490.683.085	2.696.765.681	2.756.020.241
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	336.889.927	560.731.071	942.912.313	657.896.111
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	22.083	-	46.216.445
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa \	34.577.399	86.665.777	394.714.312	280.047.374
Diğer finansal yükümlülükler	14.585	12.301	1.919.383	4.520.746
Ticari Borçlar	92.233.251	184.867.387	219.871.545	183.970.829
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kaç	345.701	2.169.612	8.943.323	4.351.445
Diğer Borçlar	206.356.251	263.886.835	242.023.493	101.568.443
Ertelenmiş Gelirler	-	-	49.250.696	7.346.258
Kısa Vadeli Karşılıklar	324.334	600.521	1.722.375	4.511.163
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.038.406	22.506.556	24.467.187	25.363.407
Uzun Vadeli Yükümlülükler	619.396.065	1.055.268.639	1.003.088.068	1.305.667.878
Uzun Vadeli Borçlanmalar	619.074.980	978.821.734	949.166.908	1.296.196.294
Diğer Borçlar	-	-	4.566.916	5.550.965
Uzun Vadeli Karşılıklar	240.047	372.434	590.022	1.003.472
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	81.038	76.074.471	46.610.189	1.996.500
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	-	-	2.154.031	920.645
ÖZKAYNAKLAR	138.766.580	874.683.375	750.765.300	792.456.252
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar				
Ödenmiş Sermaye	44.815.160	44.815.160	97.410.000	252.410.000
Yeniden Değerleme ve Ölçüm Ka	-	727.133.796	654.691.656	654.691.656
Şirket Birleşmeleri Etkisi	-1.399.068	-1.399.068	-1.399.068	-1.399.068
Diğer Kazanç ve Kayıplar	-33.511	-68.035	-207.514	-457.852
Sermaye Avansları	-	106.454.141	150.411.415	-
Geçmiş Yıllar Zararları	-14.514.569	95.383.999	-2.252.619	-150.141.189
Net Dönem Karı/Zararı	109.898.568	-97.636.618	-147.888.570	37.352.705
TOPLAM KAYNAKLAR	1.095.052.572	2.490.683.085	2.696.765.681	2.756.020.241

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Çan2 Termik A.Ş. Gelir Tablosu

TL	2017	2018	2019	2020
Hasılat	-	234.157.733	741.955.505	739.549.313
Yıllık Değişim			216,9%	-0,3%
Satışların Maliyeti (-)	-	-216.495.769	-575.342.199	-527.296.553
Yıllık Değişim			165,8%	-8,4%
Brüt Kar	-	17.661.964	166.613.306	212.252.760
Yıllık Değişim			843,3%	27,4%
Brüt Kar Marjı		7,5%	22,5%	28,7%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-2.221.295	-5.564.512	-14.883.051	-21.305.394
Pazarlama Giderleri (-)		-2.992.659	-1.669.771	-7.404.935
Faaliyet Karı	-2.221.295	9.104.793	150.060.484	183.542.431
Yıllık Değişim			1548,1%	22,3%
Faaliyet Kar Marjı		3,9%	20,2%	24,8%
Amortisman	1.274.473	29.923.651	63.637.771	78.695.449
FAVÖK1	-946.822	39.028.444	213.698.255	262.237.880
Yıllık Değişim			447,5%	22,7%
FAVÖK1 Marjı		16,7%	28,8%	35,5%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	1.937.960	16.579.191	21.264.686	43.848.261
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-4.923.054	-5.617.404	-80.883.234	-22.533.024
Esas Faaliyet Karı/Zararı	-5.206.389	20.066.580	90.441.936	204.857.668
Yıllık Değişim			350,7%	126,5%
FAVÖK2	-3.931.916	49.990.231	154.079.707	283.553.117
Yıllık Değişim			208,2%	84,0%
FAVÖK2 Marjı		21,3%	20,8%	38,3%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12.549	-	-	389.456
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.137	-3.358	-	-
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	-	5.194.977	20.063.222	90.441.936
Finansman Gelirleri	24.268.752	204.899.150	188.042.288	346.899.862
Finansman Giderleri (-)	-52.005.266	-298.706.313	-435.365.338	-702.076.803
Sürdürülen Faal. Vergi Öncesi Karı/Zararı	-	32.931.491	- 73.743.941	- 156.881.114
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri/(Gideri)	142.830.059	-23.892.677	8.992.544	187.282.520
Dönem Vergi Gideri	-	-956.468	-	-
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	142.830.059	-22.936.209	8.992.544	187.282.520
DÖNEM KARI/ZARARI	109.898.568	-97.636.616	-147.888.570	37.352.705

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Halk Yatırım, Çan2'nin halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Çan2 özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaları açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Halk Yatırım tarafından Çan2'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş Yurtdışı Benzer Şirketler Birleşme Satın Alma Çarpanları, Yurtdışı benzer işlem gören şirket çarpanları, Yurtiçi BIST Endeks Çarpanları (Bist 100 Endeks Çarpanları, Bist Elektrik Endeks Çarpanları) kullanılmıştır. Yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Analizi

- Yurtdışı benzer şirket çarpanları için asgari ve azami kartil hesaplaması yapılmış olup 1.kartil altında kalanlar uç değer olarak hesaplama dışında bırakılmıştır. Azami tarafında ise kılavuz şirket çarpanlarının azami kartile yakın olması nedeniyle uçdeğer çalışması yapılmamıştır. Hesaplama dışında bırakılan çarpanlar üstü çizili olarak gösterilmektedir.
- Değer tespitinde şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %12,25 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Şirket Adı	Ülke	FD/FAVÖK	PD/DD
UNIPRO PJSC	RUSYA	7,43	1,52
Taqa Morocco SA	FAS	9,44	4,33
Petrovietnam Exploration Production Corporation	Vietnam	6,35	1,00
Guondan Channgyuan Electric Power Co. Ltd.	Çin		0,97
Top Energy Compnay -Ltd.	Çin		0,63
Pha Lai Thermal Power JSC	Vietnam	6,29	1,25
Yakutskenergo	Rusya	10,96	1,37
Etango Indus Ltd.	Hindistan		0,16
Seçilmiş Çarpanlar Medyan		9,44	1,94

Seçilmiş Yurtdışı Benzer Şirketler Birleşme Satın Alma Çarpanları

- Yurtiçinde yerli kömür ile enerji üreten halka açık şirket mevcut olmaması nedeniyle yurtdışı borsalarda işlem gören şirketleri emsalleri kullanılmıştır
- Değer tespitinde şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanlarının medyan değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %12,25 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Fakat emsal seçilen şirketlerin işlem tarihleri değerlendirilme tarihine yakın değildir.

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	FD/FAVÖK	PD/DD
8/25/2017	Enel Generacion Chile SA	Enel Chile SA	10,5	2,71
9/27/2007	Unipro PJSC	E.ON SE		10,88
6/28/2007	Beijing Jingneng Power Co Ltd	Beijin Energy Holding Co Ltd	7,32	1,72
		Seçilmiş Çarpan Medyan	8,69	2,71

BİST 100 ve BİST Elektrik Endeksi Çarpan Analizi

- Şirket olarak benzer olmamakla birlikte Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde elektrik üretim şirketlerinin kote edildiği elektrik endeksi olması (XELEKT) ve Çan2 Termik A.Ş.'nin kotasyonunun muhtemelen bu endeks kapsamında olabileceği öngörülerek Elektrik Endeksi'nin çarpanları çalışmalara dahil edilmiştir.
- Elektrik Endeksi haricinde yurt içinde Borsa İstanbul A.Ş. bünyesinde yer alan uluslararası finans çevresinde en çok kullanılan ve piyasa değeri olarak en yüksek 100 şirketten oluşan BIST100 endeksi çarpanları çalışmalara dahil edilmiştir.
- Değer tespitinde şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanla değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %12,25 ağırlık verilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır. Şirketlerin çarpanları hesaplanırken bankacılık ve sigortacılık gibi finansal sektörde yer alan hisselerin hesaplama dışında tutulması gerektiği kanaatindeyiz.

Yurtiçi BIST Endeks Çarpanları Tablosu	FD/FAVÖK	PD/DD
Borsa İstanbul A.Ş. BIST 100 Endeks Çarpanları	8,4	1,3
Borsa İstanbul A.Ş. Elektrik Endeks Çarpanları	9,2	2,8

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2029 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in satış gelirlerinin %97'si elektrik üretim gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket üretmiş olduğu elektrik enerjisini EÜAŞ'a ve GÖP piyasasında satmaktadır. EÜAŞ lisans sahibi sadece yerli kömür yakıtlı elektrik üretim santrallerini işleten özel şirketlerden elektrik enerjisi satın alımı ile görevlendirilmiştir. Söz konusu kanun kapsamında Şirket ilk kez 2019 yılında EÜAŞ'a elektrik satışı gerçekleştirmiştir. Şirket EÜAŞ'a kanun kapsamında 7 yıl süre ile elektrik satışı yapabilecek olup en son elektrik satışını 2025 yılında yapması beklenmektedir. EÜAŞ'ın elektrik alım fiyatı bir formüle bağlanmıştır. EÜAŞ satışları 2020 yılsonu itibarıyla şirketin toplam elektrik satışının %40'ını oluşturmaktadır. Şirketin EÜAŞ ile yapmış olduğu elektrik alım sözleşmesi kapsamında 2021 yılı itibarıyla 1.267.620 MWh elektrik satışı yapacaktır. Şirket'in son EÜAŞ satışı gerçekleştireceği 2025 yılında toplam satılan elektrik miktarının %75'ini EÜAŞ satışları oluşturacağı öngörülmüştür. EÜAŞ satışları için belirlenen formülasyona göre çeyrek bazında satış fiyatı hesaplaması yapılmıştır. Şirket'in EÜAŞ'a 7 yıl süresince USD endeksli fiyatlamaya ile elektrik enerjisi satışı, 2021 Ocak, Şubat, Mart ayları için satış fiyatı %3 ek gelir oranı ile birlikte 405 TL/MWh olarak anlaşıldığı bilgisi şirket tarafından verilmiş, diğer çeyrekler EÜAŞ formülü ile tahmin edilmiştir. GÖP ve İkili anlaşma satış gelirleri ise 2020 yılı birim değer enflasyon oranında artırılması ile tahmin edilmiştir.

Şirket'in bir diğer faaliyet alanı olan kömür aynı zamanda elektrik üretiminde de kullanılmaktadır. Şirket mevcut halde elektrik üretiminde kullandığı kömürün büyük bir

kısmını Türkiye Kömür İşletmelerinden ve 3.taraf kömür işletmelerinden almaktadır. Şirket'in kendi kömür rezervinin kalorisi tesisin uygun çalışma kalorisi olan 2.400Kcal'nin üzerinde olması nedeniyle diğer kömür ile karıştırarak kömürü enerji üretiminde kullanmaktadır.

Şirket'in kömür üretim kapasitesi 1,75 mn tondur. Şirket kendi rezervinin %24'ünü 2021 yılı itibarıyla elektrik üretiminde kullanmayı planlıyorken, aynı dönemde rezervinin %3'ünü 3.taraflara satmayı planlamaktadır. Söz konusu kapasite kullanımının sırası ile %91 ve %9'a yükseleceği öngörülmektedir. Kömür birim satış fiyatı 2021 yılı için TKİÇLİ tesisi kömür tipleri olan ÇanKrible+30mm, ÇanKrible+30mm torbalı, ÇanKrible0-30mm arası kömür fiyatları sırası ile 395TL, 430TL ve 264TL ortalaması Şirket'in kömür satış fiyatı olarak kullanılmıştır. 2021 sonrası yıllar için birim fiyat enflasyon oranında artırılmıştır.

- **Satışların Maliyeti:** Şirket'in Satılan Mal Maliyetinin en büyük 3 kalemi toplam maliyetin %62'sini oluşturmaktadır. En yüksek maliyet kalemi kömür maliyeti olup toplam maliyetin %33'ünü oluşturmaktadır. EPIAŞ Enerji Dengesizlik %15 pay ile 2.ve Amortismanlar %14 pay ile 3.en yüksek değerli maliyet kalemleridir.
- **Faaliyet Giderleri:** Amortisman giderleri hariç tüm faaliyet giderleri enflasyon oranında artırılmıştır. Şirket Türkiye'de mukim konumda olup Çanakkale Çan2. Bölgede gerçekleştirilen komple yeni yatırım için yatırım teşvik belgesi verilmiştir. Yatırım teşvik belgesine konu kapamadan önceki toplam yatırım tutarı üzerinden %40 oranında yatırıma katkı oranı hesaplanmakta olup, 320.715.946TL'ye kadar ulaşılacak vergiye kadar %80 oranında vergi indirimi sağlanmaktadır. Bu nedenle şirketin FVÖK üzerindeki vergi tutarı ertelenmiş vergiye konu edilmiştir
- **İşletme Sermayesi:** Şirket yönetimi tarafından paylaşılan finansal veriler kullanılarak geçmiş dönemlere ait işletme sermayesi ihtiyacı tespit edilmiş, projekte gelir tablosu kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca oluşması beklenen işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmıştır. İşletme sermayesi hesaplamasında devir hızları baz alınmış 2021 yılı için son 3 yılın ortalaması projeksiyon dönemi boyunca değişmeyeceği öngörülerek hesaplamalar yapılmıştır. Tahmin edilen işletme sermayesi ihtiyacındaki değişiklikler nakit akımları analizinde dikkate alınmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranının kapanış değeri baz alınarak risksiz getiri oranı %12,7 olarak kabul edilmiş olup yurt içi piyasalarda son dönemde meydana gelen dalgalanmalar neticesinde 10 yıllık tahvil faizlerinin %19'lu seviyelere kadar yükselmesi her ne kadar raporun hazırlanmasından sonra meydana gelse de değerlemeyi düşürücü bir etkiye bulunacaktır.
 - **Piyasa risk primi:** %5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Değerlemede muhafazakâr tarafta kalmak açısından kullanılan 1,45 değerinin kullanılması tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %19,9 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in borçlanma maliyeti ağırlıklandırılmış ve %12,1 olarak hesaplanmıştır. Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranına %1-3 puan risk primi eklenerek alınmasının tarafımızca daha makul olacağı görüşündeyiz.

Şirket'in borç oranı olarak %9,64 kullanılmış olup, böylelikle AOSM %13 olarak hesaplanmıştır. %13 AOSM'nin mevcut durumda da değerlemenin yapıldığı Şubat itibarıyla de düşük olduğu kanaatindeyiz.

- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan şirket için 1.357 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (mn TL)	Ağırlık	Şirket Değeri
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları	12,5%	1.400
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Gören Şirket Çarpanları	12,5%	1.194
Piyasa Yaklaşımı - BIST 100 Endeks Çarpanları	12,5%	785
Piyasa Yaklaşımı - BIST Elektrik Endeks Çarpanları	12,5%	1.496
İndirgenmiş Nakit Akım	50%	1.357
Piyasa Değeri		1.288
Birim Hisse Fiyatı (TL)		5,10
Halka Arz İskonto Oranı		24,00%
Halka Arz Fiyatı (TL)		3,9

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Yurtdışı Benzer Şirketler Birleşme Satın Alma Çarpan değerine %12,5, Benzer İşlem Gören Şirket çarpan değerlerine %12,5, BIST 100 Endeks çarpan değerine %12,5, BIST Elektrik Endeks çarpan değerine %12,5 ve %24 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,9 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %24'lük iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Çan2 fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Çan2 özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Halk Yatırım tarafından Çan2'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş BIST 100 şirketleri, BIST Elektrik endeksi, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanla değerleri kullanılmış ve söz konusu çarpanlara %12,25 ağırlık verilmiştir. Yurtdışı benzer şirketlerin çarpan değerlendirme çalışmasına dahil edilmesini makul bulmak ile birlikte yurtdışından seçilen şirketlerin değerlendirme yapılan şirket ile ölçeklerinin ve ülke piyasa yapılarının farklı olduğu kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2029 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranının 19 Şubat 2021 kapanış değeri baz alınarak risksiz getiri oranı %12,7 olarak kabul edilmiş olup yurt içi piyasalarda son dönemde meydana gelen dalgalanmalar neticesinde 10 yıllık tahvil faizlerinin %19'lu seviyelere kadar yükselmesi her ne kadar raporun hazırlanmasından sonra meydana gelse de değerlemeyi düşürücü bir etkide bulunacaktır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, Yurtdışı Benzer Şirketler Birleşme Satın Alma Çarpan değerine %12,5, Benzer İşlem Gören Şirket çarpan değerlerine %12,5, BIST 100 Endeks çarpan değerine %12,5, BIST Elektrik Endeks çarpan değerine %12,5 ve %24 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 3,9 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %24'lük iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Çan2'nin halka arz fiyatının tespit edilmesinde %24 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 3,9 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.