

Bu rapor InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (InvestAZ) tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2 fıkrası kapsamında hazırlanmış olup, Çan2 Termik Anonim Şirketi halka arzına ilişkin olarak, yatırımcıların halka arza katılması ya da katılmaması yönünde bir öneri ya da teklif değildir. Bu rapor, Kurum'un yalnızca Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Halk Yatırım) tarafından hazırlanmış olan fiyat tespit raporu hakkındaki görüşü olup, yatırım kararlarının yayınlanan izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı InvestAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arz Bilgileri	
İhraççı	Çan2 Termik Anonim Şirketi
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı
Halka Arz Yöntemi	Borsada Satış- Sabit Fiyattan Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Sermaye	252.410.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	320.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	21,12%
Halka Arz Edilecek Hisseler Dağılımı (Nominal)	67.590.000 TL
Ek paylar	6.759.000 TL
Halka Arz Fiyatı	3,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	263.601.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü Ek Paylarla	289.961.100 TL
Halka Arz Tarihi	21-22 Nisan 2021
BİST İşlem Kodu	CANTE

Şirket Hakkında Bilgi

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 tarihinde %100'e ulaşmıştır.

Çan2 Termik A.Ş. 2003'de Çan Kömür ve İnşaat Limited Şirketi unvanı ile tescil edilmiş olup aynı yıl unvan değişikliği ile süresiz olarak Çan Kömür ve İnşaat A.Ş. olarak kurulmuş ve Şirket'in unvanı daha sonra 21 Ocak 2021 tarihinde Çan2 Termik A.Ş. olarak değiştirilmiştir. Şirket elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması, tesislerin işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya oluşturulan kapasitenin satışı ile uğraşmaktadır.

Şirket'in bugün itibarıyla 340 MWm/330 MWe kurulu güce sahip yerli kömüre dayalı termik santrali bulunmaktadır. Çan2 Termik Santrali 01.08.2018 tarihi itibarıyla ilgili Bakanlık kabulü yapılarak ticari faaliyet geçmiştir. Çan2 Termik Santrali , 2020 yılı içinde 1.866 GWh brüt elektrik üretimi gerçekleştirmiştir.

Çan2 Termik Santrali, EÜAŞ ile yapmış olduğu , yerli kömür santrallerinden 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.

Ortaklık Yapısı

Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek satış dahil)	
	Sermaye Tutarı	Sermaye %si	Sermaye Tutarı	Sermaye %si	Sermaye Tutarı	Sermaye %si
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	252.410.000	100,00%	252.410.000	78,88%	245.651.000	76,77%
Halka Açık Kısım	0	0%	67.590.000	21,12%	74.349.000	23,23%
Toplam	252.410.000	100,00%	320.000.000	100,00%	320.000.000	100,00%

Finansal Bilgiler

Gelir tablosu

	Bağımsız Denetimden Geçmiş MY 2017	Bağımsız Denetimden Geçmiş MY 2018	Bağımsız Denetimden Geçmiş MY 2019	Bağımsız Denetimden Geçmiş MY 2020
Hasılat	0	234.157.733	741.955.505	739.549.313
Satışların Maliyeti	0	-216.495.769	-575.342.199	-527.296.553
Brüt Kar	0	17.661.964	166.613.306	212.252.760
Brüt Kar Marjı (%)		8%	22%	29%
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/Zararı	-2.221.295	9.104.793	150.060.484	183.542.431
Faaliyet Kar Marjı (%)		4%	20%	25%
Amortisman	1274473	29.923.651	63.637.771	78.695.449
FAVÖK	-946.822	39.028.444	213.698.255	262.237.880
FAVÖK Marjı (%)		17%	29%	35%
Diğer Faaliyetlerden Gelirler	1.937.960	16.579.191	21.264.586	43.848.261
Diğer Faaliyetlerden Diğer Giderler	-4.923.054	-5.617.404	-80.883.234	-22.533.024
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	12.549			389.456
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-1.137	-3.358		
Finansal Gelirler	24.268.752	204.899.150	188.042.288	346.899.862
Finansal Giderler	-52.005.276	-298.706.313	-435.365.238	-702.076.803
Vergi		-956.468		
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	142.830.069	-22.936.209	8.992.544	187.282.520
Net Kar/Zarar	109.898.568	-97.636.618	-147.888.570	37.352.705

Şirket, 2018 yılında devreye giren Çan2 Termik Santralinin etkisiyle 2018 yılında 234.157.733 TL net satış geliri kaydetmiştir. 2019 yılında net satış gelirlerini bir önceki yılın 3,2 katına çıkararak 741.955.505 TL'ye yükselten Şirket, Covid-19 salgının etkisiyle 2020 yılında bir önceki yıla göre %0,3'lük azalışla 739.549.313 TL net satış geliri elde etmiştir.

Şirket'in artan brüt karlılık sayesinde yıllar itibariyle operasyonel karlılığında büyüme eğilimi yaşanmaktadır. Brüt kar marjı 2019 yılında bir önceki yıla göre 14,9 puan artışla %22,5'e yükselirken 2020 yılında 6 puan artışla %29'a ulaşmıştır.

Şirket'in 2018 yılında devreye giren Çan2 Termik Santral'i için kullanılan kredilerden kaynaklı kur ve faiz giderleri nedeniyle yıllar itibarıyla net finansman gideri kaydettiği görülmektedir. 2018 yılında 93.807.163 TL'ye, 2019 yılında da 247.322.950 TL'ye yükselmiştir. 2020 yılında ise bir önceki yıla göre %43,6 artışla 355.176.941 TL net finansman gideri oluşmuştur. Böylece şirket, yıllar itibarıyla yükseliş eğilimi gösteren operasyonel karlılığına karşın, kurlardaki artış ve net finansman giderlerinde yaşanan artış nedeniyle 2018'de 97.636.618 TL ve 2019 yılında 147.888.570 TL net zarar (ana ortaklık) kaydetmiştir. 2020 yılında ise 37.352.705 TL net kar (ana ortaklık) kaydetmiştir.

Halka Arz Nedeni ve Kullanımı

Halka arz ile Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'in sürdürülebilir büyümesine katkı sağlanması, mali yapısının güçlendirilmesi, bilinirliğin ve tanınırlığının pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması ve Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir.

Halka arz gelirlerinin tamamının Çan2 Termik A.Ş.'nin Yapı ve Kredi Bankası ve Halkbankası nezdinde bulunan banka kredilerinin kısmi kapamalarında kullanılması planlanmaktadır.

Değerleme

İNA Yöntemi

Yaratılan projeksiyonlarda üretim miktarları ile üretilen önemli ürün gruplarına ait birim ortalama fiyatlar hesaplanarak geçmiş dönem gerçekleşen miktar ve fiyat verileri karşılaştırılmıştır.

Üretim girdileri hammadde, direkt işçilik ve genel giderler bazında incelenmiştir ve her bir kalem bazında farklı endeksler (enflasyon, ilgili kalemlerin satışlara ya da duran varlıklara oranı gibi) kullanılmıştır.

Şirket'in satış gelirlerinin %97'si elektrik üretim gelirlerinden oluşmaktadır. Şirket üretmiş olduğu elektrik enerjisini EÜAŞ'a ve Gün Öncesi Piyasa (GÖP) piyasasında satmaktadır.

Şirket'in satış gelirleri 2020'deki 739 mn TL'den 2029'da 1.551 mn TL'ye çıkmaktadır. FAVÖK ise 2020-2029 arasında %8 YBBO ile artarak 515 mn TL olmuştur. Yatırım harcamalarında Şirket'in önemli bir ek yatırımı görülmemiş, 2028 ve 2029 yıllarında 110 mn TL kadar yatırım görülmektedir.

Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) %13 olarak hesaplamasında risksiz getiri oranı %12,70, risk primi %5,0, düzeltilmiş beta 1,45 olarak alınmış ve özkaynak maliyeti %19,9 borçluluk oranı %67,20 ve vergi oranının %20 olarak alınmış ve borçlanma oranı da %12,05 olarak alınmıştır.

Şirket'in Firma değeri 2.982,9 mn TL bulunmuş, 2020 net borç düşüldükten sonra özsermaye değeri **1.357,1** mn TL olmuştur.

Aynı zamanda İNA analizi AOSM ve Sonsuz değer büyüme oranı bazında duyarlılık analizine tabi tutulmuştur. +/- %5 AOSM değişimi ve Sonsuz değer büyüme oranlarının sonuçları kötümser senaryoda 1.187 mn TL ve iyimser senaryoda 1.550 mn TL olmuştur.

İndirgenmiş Nakit Akışları	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
Satış Gelirleri	739,5	939,2	1003,4	1098,8	1205,2	1149,6	1274,7	1370,4	1442,7	1551,0
Satılan Mal Maliyeti	533,2	691,6	785,4	819,1	915,8	907,0	1000,5	1074,9	1053,9	1132,1
Brüt Kar	206,4	247,6	218,0	279,8	289,4	242,6	274,2	295,4	388,8	418,9
Brüt Kar Marjı (%)	28%	26%	22%	26%	24%	22%	21%	21%	27%	27%
Faaliyet Giderleri	28,7	32,4	35,6	38,3	41,2	44,3	47,6	51,2	55,1	59,1
Faaliyet Karı	177,7	215,2	182,4	241,5	248,2	198,3	226,6	244,3	333,7	359,7
Faaliyet Kar Marjı (%)	24%	23%	18%	22%	21%	18%	18%	18%	23%	23%
Amortisman ve İtfa Payları	78,7	85,4	92,5	100,3	109,7	116,6	125,6	134,6	145,9	156,0
FAVÖK	256,4	300,6	274,9	341,8	357,9	314,9	352,2	378,9	479,6	515,7
FAVÖK Marjı (%)	34,70%	32,10%	27,60%	31,40%	30,10%	27,90%	27,60%	27,60%	33,20%	33,20%
- Vergi	7,1	8,6	7,3	9,7	9,9	7,9	9,1	9,8	66,7	71,9
+/- NİSİ	114,8	-138,4	-21,3	1,0	-17,2	-3,9	-13,9	-11,6	15,1	-11,2
- Sermaye Harcamaları	-125,2	-66,8	-71,4	-78,2	-92	-81,8	-90,7	-97,5	-110,2	-110,3
Firma Serbest Nakit Akışları	9,2	363,6	217,5	253,0	273,1	229,1	266,4	283,2	287,6	344,6
AOSM (%)	13,80%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%	13,0%
Baz Yıl		0,86	1,86	2,86	3,86	4,86	5,86	6,86	7,86	8,86
İskonto Faktörü	1000	0,901	0,797	0,705	0,624	0,552	0,489	0,432	0,382	0,338
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	9,2	327,4	173,4	178,4	170,4	126,5	130,1	122,4	110,0	116,6
Σ Firma Serbest Nakit Akışları	1.455									
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	5%									
Uç Değer @ 5%	4.513,8									
İndirgenmiş Uç Değer @ 13%	1.527,6									
Çan2 Termik Firma Değeri	2.982,9									
Net Borç(2020)	1.625,8									
Çan2 Termik Özkaynak Değeri	1.357,1									

Çarpan Analizi Yöntemi

Çarpan Analizi yönteminde FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır.

Yurtiçinde sadece yerli kömür ile elektrik üretimi yapan benzer şirket olmaması nedeniyle yurtdışı benzer şirketleri baz alınmıştır. Ayrıca Sirket borsaya kote olduktan sonra muhtemelen elektrik endeksi (XELEKT)'ye dahil olacağı için bu endeksinde çarpanlarına bakılmıştır. Aynı zamanda yurtdışındaki birleşme ve satın almalarındaki şirket çarpanlarına bakılmış, BIST 100 endeks çarpanları da bakılan çarpanlardan olmuştur.

Yurtdışı Benzer Şirketler Tablosu

Şirket Kodu	Şirket Adı	Ülke	FD/FAVÖK	PD/DD
UPRI RM Equity	UNIPRO PJSC	Rusya	7,43	1,52
TQM MC Equity	Taqa Morocco SA	Fas	9,44	4,33
POW VN Equity	Exploration Production Corporation	Vietnam	6,35	1,00
000966 CH Equity	Guodian Changyuan Electric Power Co. Ltd.	Çin		0,87
600780 CH Equity	Top Energy Company	Çin		0,63
PPC VN Equity	Pha Lai Thermal Power JSC	Vietnam	6,29	1,25
TYKEN RM Equity	Yakutskenergo	Rusya	10,96	2,37
ELST IN Equity	Elango Indus Ltd.	Hindistan		
	Seçilmiş Çarpanlar Medyan		9,44	1,94

Yurtdışı benzer şirket çarpanları için asgari ve azami kartil hesaplaması yapılmış olup 1. birinci kartil altında kalanlar uç değer olarak hesaplama dışında bırakılmıştır. Azami tarafında ise şirket çarpanlarının azami kartile yakın olması nedeniyle uç değer çalışması yapılmamıştır.

Yurtdışı (Birleşme Satın Alma Çarpanları)

İşlem Tarihi	Hedef Şirket	Alan Şirket	Satan Şirket	FD/FAVÖ	PD/DD
8.25.2017	Enel Generacion Chile	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	Energy Holding Co	of China	7,32	1,72
		Seçilmiş Çarpanlar Medyan		8,69	2,71

Piyasa Yaklaşımı Değerleme Sonuçları Tablosu

Benzer İşlem Tabloları	Kötümse	Baz	İyimser	Seçilmiş Finansallar mın TL (2020)	Kötümse	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümse	Baz	İyimser
FD/FAVÖK	8,3	8,7	9,1	262,2	538	651	766	50%	269	326	383
PD/DD	2,6	2,7	2,8	792,5	2.040	2.148	2.255	50%	1.020	1.074	1.127
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1289	1400	1510

Benzer Şirket Tabloları	Kötümse	Baz	İyimser	Seçilmiş Finansallar mın TL (2020)	Kötümse	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümse	Baz	İyimser
FD/FAVÖK	9,0	9,4	9,9	262,2	725	849	973	50%	363	424	486
PD/DD	1,8	1,9	2,0	792,5	1.463	1.540	1.617	50%	731	770	808
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1.094	1.194	1.295

Benzer Şirket Çarpanları (BIST 100 Endeksi)	Kötümse	Baz	İyimser	Seçilmiş Finansallar mın TL (2020)	Kötümse	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümse	Baz	İyimser
FD/FAVÖK	8,0	8,4	8,8	262,2	462	572	682	50%	231	286	341
PD/DD	1,2	1,3	1,3	792,5	949	998	1.048	50%	474	499	524
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									705	785	865

Benzer Şirket Çarpanları (BIST Elektrik Endeksi)	Kötümse	Baz	İyimser	Seçilmiş Finansallar mın TL (2020)	Kötümse	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümse	Baz	İyimser
FD/FAVÖK	8,7	9,2	9,7	262,2	669	789	910	50%	334	395	455
PD/DD	2,6	2,8	2,9	792,5	2.093	2.203	2.313	50%	1.046	1.102	1.157
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1.381	1.496	1.612

Ağırlıklı Özkaynak Değer Hesaplama Tablosu

Mn TL	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümse	Baz	İyimser
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Çarpanları	1.289	1.400	1.510	12,50%	161	175	189
Piyasa Yaklaşımı - Benzer İşlem Gören Şirket Çar	1.094	1.194	1.295	12,50%	137	149	162
Piyasa Yaklaşımı - BIST 100 Endeks Çarpanları	705	782	865	12,50%	88	98	108
Piyasa Yaklaşımı - BIST Elektrik Endeks Çarpanla	1.381	1.496	1.612	12,50%	173	187	201
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.187	1.357	1.550	50%	594	679	775
Ağırlıklı Özkaynak Değeri					1.152	1.288	1.435

Şirket'in baz senaryolar dikkate alınarak ve Çarpanlar Analizlerinin her birine %12,5 ve İNA Analizine %50 ağırlık verilmesiyle oluşan özkaynak değeri **1.288 mn TL**'dir.

Şirket'in mevcut ödenmiş sermayesi 252.410.000 TL'dir. Hesaplanmış olan nihai özkaynak değeri üzerinden pay değeri 5.10 TL olarak hesaplanmıştır. Bu da halka arz fiyatı 3,90 TL'ye göre %24'lük halka arz iskontosuna işaret etmektedir.

Halk Yatırım Tarafından Hazırlanan Fiyat Tespit Raporu hakkındaki Görüşümüz

Çan2 Termik A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda kullanılan yöntemlerin, Şirket'in gerçek değerini yansıtmaları açısından genel olarak uygun olduğunu düşünüyoruz.

Şirket'in özsermaye değerinin hesaplanmasında İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpanlar Analizleri kullanılmıştır. Her birine eşit ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.

Çarpanlar analizinde Firma Değeri/Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) ve Piyasa Değeri/ Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarından oluşan özkaynak değerlerinin ortalamalarının alınmasını doğru buluyoruz.

Yurtiçinde sadece yerli kömür elektrik üretimi yapan benzer şirket olmaması nedeniyle yurtdışı şirketlerin baz alınmasını ve ayrıca Çan2 Termik A.Ş.'nin Borsa İstanbul'a kote olduktan sonra muhtemelen elektrik üretim şirketlerinin kote edildiği elektrik endeksi (XELEKT)'in çarpanlarıyla da değerlendirilmesini olumlu buluyoruz.

İNA Değerleme çalışmasının çok detaylı yapıldığını ve özellikle elektrik alım fiyatları belirlenirken EÜAŞ'ın alım fiyatlarının, tahmini ÜFE ve TÜFE endeks verilerinin detaylı verildiğini düşünüyoruz. Ayrıca Satılan Malın Maliyeti kırılımı da detaylı olarak yapılmıştır.

Özkaynak maliyeti hesaplamasında risksiz faiz oranı TL cinsinden ihraç edilen 19.2.2021 tarihli TRT131130T14, 10 yıl vadeli TL tahvil getirisi %12.7 olarak belirlenmiştir ve günümüz şartlarında 600 baz puan düşük kalmıştır. Bu özkaynak değerini aşağı çekici bir etki yapacaktır.

Yukarıdaki verilerin ışığında 1.288 mn TL özsermaye değeri ve pay başına 5.10 TL değer üzerinden %24 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatının 3.90 TL olmasını makul buluyoruz.