

Çan2 Termik A.Ş.**Fiyat Tespit Raporu Hakkında
Değerlendirme Raporu**

Fiyat Tespit Değerlendirme Raporu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payları ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esaslarının 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. İlgili madde;

*Halka arza aracılık eden kuruluş tarafından hazırlanan fiyat tespit raporu, başka bir kuruluş tarafından analiz edilebilir. Söz konusu analist raporunun hazırlanması halinde, halka arz fiyatına ilişkin görüş beyan edilmesi ve raporun en geç ilgili halka arzın başladığı tarihte Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda halka açılacak ortaklığa ilişkin bölümde ve bu raporu hazırlayan kuruluşun internet sitesinde ilan edilmesi zorunludur.

HALKA ARZ ÖZETİ		
	Halka Arz Talep Toplama Tarihleri	21 - 22 Nisan 2021
A	Halka Arz Fiyatı	3,90 TL
	Borsa Kodu	CANTE
	Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
	Tahsisat Grupları	%50 Yurt İçi Bireysel, %50 Yurt İçi Kurumsal
B	Halka Arz Şekli	67.590.000 TL Sermaye Artırımı
C	Ek Satış	6.759.000 TL Ortak Satışı
D	Halka Arz Öncesi Sermaye	252.410.000 TL
E	Halka Arz Sonrası Sermaye	320.000.000 TL
A*B	Halka Arz Büyüklüğü	263.601.000 TL
A*(B+C)	Ek Satış Olması Halinde Halka Arz Büyüklüğü	289.961.100 TL
A*D	Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	984.399.000 TL
A*E	Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.248.000.000 TL
B/D	Halka Açıklık Oranı	21,12%
(B+C)/D	Ek Satış Olması halinde Halka Açıklık Oranı	23,23%

1. Şirket Profili

Çan2 Termik A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Çan2”), elektrik enerjisi üretim tesisleri kurulması, tesislerin işletmeye alınması, kiralınması, elektrik enerjisi üretilmesi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya oluşturulan kapasitenin müşterilere satışı ile iştigal etmektedir.

Çan2, EÜAŞ ile yapmış olduğu, yerli kömür santrallerden elektrik tedarikine yönelik düzenleme kapsamındaki ikili anlaşma ile ilgili düzenlemede öngörülen fiyat ile elektrik enerjisi satışı yapmaktadır. Anlaşma kapsamında öngörülen fiyatlar ABD Doları’na endekslenmiş bulunmaktadır.

Şirket’in mevcut durum itibarıyla 340 MWm/330 MWe kurulu güce sahip yerli kömüre dayalı termik santrali bulunmaktadır. Santral 01.08.2018 tarihi itibarıyla ticari faaliyete başlamıştır. Santralde 2020 yılı üretimi toplam 1.866 GWh brüt elektrik üretimi yapılmıştır.

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.’nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

Şirket'in olumlu yönleri

- Yeni teknoloji
- 10 MW ve üzeri kurulu güce sahip olan santrallerin dengeleme unsuru olarak kullanılması gerekliliği,
- Türkiye'nin zengin kömür rezervi
- Şirket'in kendi kömür rezervi olması
- Şirket'in EÜAŞ'a 7 yıl süresince ABD Doları endeksli fiyatlama ile elektrik enerjisi satışı
- Şirket'e Türkiye'de mukim konumda olup Çanakkale Çan 2. bölgede gerçekleştirilen komple yeni yatırım için yatırım teşvik belgesi verilmiştir. Yatırım teşvik belgesi toplam yatırım üzerinden %40 oranında yatırıma katkı oranı hesaplanmakta olup, 320.715.946 TL'ye kadar ulaşılacak vergiye kadar %80 oranında vergi indirimi sağlamaktadır.

Şirket'in olumsuz yönleri

- Regüle bir piyasada faaliyet gösteriyor olması nedeniyle fiyat başta olmak üzere çeşitli önemli değişkenler piyasa dışı faktörlere bağlıdır.
- Rekabet yoğun sektör
- Küresel iklim değişikliğine ilişkin mevzuat gelişmeleri ve sera gazı salınımının azaltılması ve engellenmesine ilişkin sınırlandırmalar
- Yenilenebilir enerji yatırımlarının maliyetlerindeki düşüşler, uluslararası ve ulusal finansal kurumların düşük maliyetlerle sağladığı finansman destekleri

2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Ortak	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Odaş Elektrik Üretim San. Tic. A.Ş.	252.410.000	100,00%	252.410.000	78,88%
Halka Açık	0	0,00%	67.590.000	21,12%
Toplam	252.410.000	100,00%	320.000.000	100,00%

3. Özet Finansal Tablolar

3.1. Bilanço

Bilanço	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Nakit ve nakit benzerleri	1.107.559	2.968.335	1.203.171
Ticari alacaklar	23.785.433	70.816.425	100.771.197
Diğer alacaklar	55.407.807	155.509.567	42.016.966
Stoklar	46.020.949	85.036.278	127.864.319
Diğer	102.656.803	135.328.348	49.136.618
Dönen varlıklar	228.978.551	449.658.953	320.992.271
Maddi duran varlıklar	2.212.911.598	2.147.845.716	2.173.562.940
Diğer	48.792.936	99.261.012	261.465.030
Duran varlıklar	2.261.704.534	2.247.106.728	2.435.027.970
Toplam varlıklar	2.490.683.085	2.696.765.681	2.756.020.241

Kısa vadeli finansal yükümlülükler	86.700.161	396.633.695	330.784.565
Ticari borçlar	184.867.387	219.871.545	183.970.829
Diğer borçlar	263.886.835	242.023.493	101.568.443
Diğer	25.276.689	84.383.581	41.572.273
Kısa vadeli yükümlülükler	560.731.071	942.912.313	657.896.111
Uzun vadeli finansal yükümlülükler	978.821.734	949.166.908	1.296.196.294
Diğer	76.446.905	53.921.158	9.471.582
Uzun vadeli yükümlülükler	1.055.268.639	1.003.088.068	1.305.667.878
Ödenmiş sermaye	44.815.160	97.410.000	252.410.000
Diğer	829.868.215	653.355.300	540.046.252
Özkaynaklar	874.683.375	750.765.300	792.456.252
Toplam yükümlülükler	2.490.683.085	2.696.765.681	2.756.020.241

3.2. Gelir Tablosu

Gelir tablosu	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020
Hasılat	234.157.733	741.955.505	739.549.313
Brüt kar	17.661.964	166.613.306	212.252.760
<i>Brüt kar marjı</i>	<i>7,54%</i>	<i>22,46%</i>	<i>28,70%</i>
Genel yönetim giderleri	-5.564.512	-14.883.051	-21.305.394
Pazarlama giderleri	-2.992.659	-1.669.771	-7.404.935
Faaliyet karı/zararı	9.104.793	150.060.484	183.542.431
<i>Faaliyet kar marjı</i>	<i>3,89%</i>	<i>20,22%</i>	<i>24,82%</i>
Amortisman	29.923.651	63.637.771	78.695.449
FAVÖK	39.028.444	213.698.255	262.237.880
<i>FAVÖK marjı</i>	<i>16,67%</i>	<i>28,80%</i>	<i>35,46%</i>
Diğer faaliyetlerden gelir/giderler	10.961.787	-59.618.648	21.315.237
Yatırım faaliyetlerinden gelir/giderler	-3.358	-	389.456
Finansal gelir/giderler	-93.807.163	-247.322.950	-355.176.941
Vergi	-956.468	-	-
Ertelenmiş vergi gideri/geliri	-22.936.209	8.992.544	187.282.520
Net kar/zarar	-97.636.618	-147.888.570	37.352.705
<i>Net kar marjı</i>	<i>-41,70%</i>	<i>-19,93%</i>	<i>5,05%</i>

4. Değerleme

4.1. İndirgenmiş Nakit Akımları

4.1.1. Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti

AOSM	
Risksiz faiz oranı	12,70%
Risk primi	5,00%
Varlık betası	0,55
Düzeltilmiş beta	1,45
Özkaynak maliyeti	19,90%
Borç maliyeti	12,05%
Vergi oranı	20,00%
Borç ağırlığı	67,20%
Özkaynak ağırlığı	32,80%
AOSM	13,00%

Bu yayında yer alan bilgiler, güvenilir olduğuna inanılan halka açık kaynaklardan elde edilmiş olup yalnızca bu bilgilere yönelik yorumları iletmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu kaynaklardaki bilgilerin hata ve eksikliğinden ve ticari amaçlı işlemlerde kullanılmasından doğabilecek zararlardan Global Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumluluk kabul etmemektedir. Bu yayında yer alan görüş ve düşüncelerin Global Menkul Değerler A.Ş. yönetimi için hiçbir bağlayıcılığı yoktur. Global Menkul Değerler A.Ş. yayında adı geçen şirketlerin menkul kıymetini portföyünde bulundurabilir ve/veya bu şirketlere danışmanlık hizmeti verebilir. Bu yayın, Global Menkul Değerler A.Ş.'nin izni olmadan kopyalanamaz ve/veya dağıtılamaz; bilgisayar sistemlerine aktarılamaz. © 2020 Global Menkul Değerler A.Ş.

4.1.2. İndirgenmiş nakit akımları – Projeksiyonlar

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Satış gelirleri	739,5	939,2	1.003,4	1.098,8	1.205,2	1.149,6	1.274,7	1.370,4	1.442,7	1.551,0
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	27,9%	26,4%	21,7%	25,5%	24,0%	21,1%	21,5%	21,6%	26,9%	27,0%
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 karı marjı (%)	24,0%	22,9%	18,2%	22,0%	20,6%	17,2%	17,8%	17,8%	23,1%	23,2%
Amortisman	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	34,7%	32,0%	27,4%	31,1%	29,7%	27,4%	27,6%	27,6%	33,2%	33,2%
Vergi	7,1	8,6	7,3	9,7	9,9	7,9	9,1	9,8	66,7	71,9
Net işletme sermayesi	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	-92,0	-81,8	-90,7	-97,5	-110,2	-110,3
Serbest nakit akışları	9,2	363,6	217,5	253,0	273,1	229,1	266,4	283,2	287,6	344,6
İndirgenmiş nakit akışları	9,2	327,4	173,4	178,4	170,4	126,5	130,1	122,4	110,0	116,8

Nakit akışları	1.455,4
Uç değer büyüme oranı	0,1
Uç değer	4.513,8
İndirgenmiş uç değer	1.527,6
Çan2 Termik firma değeri	2.982,9
Net borç	1.625,8
Özkaynak Değeri	1.357,1

4.2. Çarpan Analizi

Çarpan analizinde yurt içinde benzer şirket bulunmaması nedeniyle yurt dışı benzer şirketler kullanılmıştır. Çarpan olarak Firma değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Piyasa değeri/Defter değeri (PD/DD) çarpanları kullanılmıştır. Yurt iç tarafta benzer şirket olmaması nedeniyle Elektrik Endeksi (XELEKT) ve BIST-100 çarpanları da analize dahil edilmiştir.

Buna göre;

	FD/FAVÖK	PD/DD
Yurt dışı benzer şirketler	9,4	1,9
Yurt dışı benzer işlemler	8,7	2,7
BIST-100	8,4	1,3
BIST Elektrik	9,2	2,8

	Milyon TL	Yurt dışı benzer şirketler	Yurt dışı benzer işlemler	BIST-100	BIST Elektrik	Özkaynak değeri
FAVÖK	262,2	849	652	572	789	
Defter Değeri	792,5	1.540	2.148	998	2.203	
Özkaynak değeri		1.194,5	1.400	785	1.496	
Ağırlık (%25)		298,63	350,00	196,25	374,00	1.218,88

FD/FAVÖK çarpanları ile bulunan değerlerden net borç çıkartılarak gösterilmiştir.

4.3. Nihai değer

İndirgenmiş nakit akımları ve çarpan analizi ile bulunan değerlerin %50 ağırlıklandırılması sonucunda halka arz öncesi özkaynak değeri 1.287,99 milyon TL bulunmuştur. %24 halka arz iskontosunun ardından halka arz pay fiyatı 3,90 TL olmuştur.

Yöntem	Ağırlık	Özkaynak değeri (milyon TL)
İndirgenmiş nakit akımları	50%	678,55
Çarpan analizi	50%	609,44
		1.287,99
İskonto		24%
Halka arz özkaynak değeri		984,40
Ödenmiş sermaye		252,41
Halka arz pay fiyatı		3,90

5. Sonuç ve Yorumlar

- Fiyat Tespit Raporu’nda Şirket ile ilgili bilgilerin ve değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz,
- Şirket’in özsermaye değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanları Analizi ile İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi eşit ağırlıklı olarak kullanılmış olmasını uygun buluyoruz,
- Piyasa çarpanları ve İNA analizi ağırlıklarının tutarlı ve anlaşılabilir olarak dağıtıldığını düşünüyoruz,
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirket ve işlem çarpanları için gelişmekte olan piyasalardan çarpanların kullanılmasını olumlu buluyoruz,
- Yurt içi benzer şirket bulunmaması nedeniyle BIST-100 ve BIST Elektrik çarpanlarının kullanılmasını doğru buluyoruz,
- AOSM hesaplamasında kullanılan parametrelerin günümüz şartlarına göre düşük kaldığını düşünüyoruz,
- İNA yaklaşımında projeksiyonların Şirket’in varsayımlarına dayandığını ve değişkenlik gösterebileceğini eklemekle birlikte fiyat tespit raporunda da bahsedildiği üzere küresel iklim değişikliği politikalarının ve ilgili mevzuatının sıkılaştırılması durumunda Şirket’in faaliyetlerinde problem yaşayabileceğini de belirtmek isteriz,
- Halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz,

Yukarıda belirttiğimiz çekincelerimiz dışında 3,90 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.