

‘Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU ÇAN2 TERMİK A.Ş.

‘Çan2 Termik Fiyat Tespit Raporu’ DEĞERLENDİRME RAPORU

İşbu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. Maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.’nin Çan2 Termik A.Ş. (“Şirket” ve/veya “Çan2”) için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

A) ŞİRKET HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİLER:

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Çan2, 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 340 MWm / 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 1.866 GWh 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.

2. Şirket’in Operasyonları Hakkında:

Santralin Adı	2018	2019	2020
Kurulu Güç (MW)	330	330	330
Termik Kurulu Güç Payı	%0,7	%0,7	%0,7
Elektrik Üretimi (GWh)	307	1.524	1.866
Elektrik Üretim Payı	%0,15	%0,87	%1,04

Kaynak: Şirket

2018-2020 dönemi için Şirket’in satış gelirleri dağılımı aşağıda paylaşılmıştır:

Satış Gelirleri Dağılımı	2018	2019	2020
TEİAŞ/EPIAŞ/EÜAŞ Elektrik Satış Geliri	%52,84	%47,01	%43,07

İkili Anlaşmalar Elektrik Satışı	%19,61	%31,66	%51,19
Grup Şirketlerine Satışlar	%18,79	%20,59	%3,48
Maden Satış Gelirleri	%7,58	%0,42	%0,79
Üretimden Elde Edilen Ürün Satışları	-	-	%1,38
Diğer Gelirler	%1,18	%0,32	%0,09
Toplam	%100	%100	%100

Kaynak: Şirket

2020 yılsonu itibarıyla, Şirket'in brüt satış gelirlerinin %43.07'sini TEİAŞ/EPIAŞ/EÜAŞ oluştururken %51,19'unu ikili anlaşmalar oluşturmaktadır.

2020 yılsonu itibarıyla, brüt satış gelirlerinin %97.74'ünü elektrik satış geliri oluşturmaktadır. Elektrik Piyasası Kanunu ve Bazı Kanunlarda Değişiklik Yapılmasına İlişkin 6719 sayılı Kanun ile EÜAŞ'a yerli kömür yakıt elektrik üretim santrallerini işleten şirketlerden elektrik enerjisi alımı görevi verilmiştir. Bu kapsamda Çan2 Termik A.Ş ilk kez EÜAŞ'a 730.080 MWh elektrik satışı yapmıştır.

Başlıca Finansal Göstergeler:

Özet Finansallar (TL)	2018	2019	2020
Hasılat	234.157.733	741.955.505	739.549.313
<i>% büyüme</i>		%216,9	%-0,3
Brüt Kar	17.661.964	166.613.306	212.252.760
<i>marj</i>	%7,5	%22,5	%28,7
Net Kar	-97.636.618	-147.888.570	37.352.705
<i>marj</i>	%-41,7	%19,9	%5,1
FAVÖK	39.028.444	213.698.255	262.237.880
<i>marj</i>	%16,7	%28,8	%35,5
Net Borç	1.064.414.336	1.342.832.268	1.625.777.688
Net Borç/ EBITDA	27,3x	6,3x	6,2x
Özkaynaklar	874.683.375	750.765.300	792.456.252

Kaynak: Şirket

Şirket, 2018 yılında devreye giren Çan2 Termik Santral'inin 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 sınırlı etkisiyle 2020 yılında bir önceki yıla göre %0,3'lük azalışla 739.549.313 TL net satış geliri elde etmiştir.

3. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri:

Şirket, halka arz ile sermaye artış yoluyla yaklaşık 263.601.000 Milyon TL brüt kaynak elde etmeyi hedeflemektedir. Net halka arz gelirlerinin tamamı Çan2 Termik A.Ş.'nin Yapı Kredi ve Halk Bankası nezdinde bulunan banka kredilerinin kapamalarında kullanılacaktır.

B) DEĞERLEME HAKKINDA VERİLEN ÖZET BİLGİ:

Değerleme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Analizi yöntemi için Şirket'in geçmiş finansalları baz alınarak gelecek yıllara ilişkin beklentileri doğrultusunda 2021-2029 projeksiyonları kullanılmıştır. Çarpan Analizinde ise 2020 yılına ait veriler dikkate alınırken, yurtdışı ve yurtdışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları kullanılmıştır. Değerlemede İNA ve çarpan analizlerine eşit %50 ağırlık verilmiştir.

C) DEĞERLEME ÇALIŞMASI:

İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)

İNA metodunda, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler ve makroekonomik tahminler kullanılmıştır. Değerleme şirket yönetiminin beklentileri ile geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2029 yılları için projeksiyon yapılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları (milyon TL)									
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	939	1.003	1.099	1.205	1.150	1.275	1.370	1.443	1.551
Faaliyet Karı	215	182	242	248	198	227	244	334	360
Faaliyet Kar Marjı	23%	18%	22%	21%	17%	18%	18%	23%	23%
Vergi	8,6	7,3	9,7	9,9	7,9	9,1	9,8	66,7	71,9
Vergi Oranı	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	19,8%	20,0%
FAVÖK	300,6	274,9	341,8	357,9	314,9	352,2	378,9	479,6	515,7
FAVÖK marjı	32,1%	27,6%	31,4%	30,1%	27,9%	27,6%	27,6%	33,2%	33,2%
Amortisman	85	93	100	110	117	126	135	146	156
Yatırım Harcamaları	67	71	78	92	82	91	98	110	110
NİS Değişimi	-138	-21	1	-17	-4	-14	-12	15	-11
Serbest Nakit Akışı	364	218	253	273	229	266	283	288	345
İndirgeme Oranı	0,90	0,80	0,71	0,62	0,55	0,49	0,43	0,38	0,34
İndirgenmiş Nakit Akımları	327	173	178	170	127	130	122	110	117
İNA Toplamı (1)	1455,0								
Uç Değer Büyüme Oranı	5,0%								
Uç Değer	4513,8								
İndirgenmiş Uç Değer (2)	1527,6								
Firma Değeri (1+2)	2982,9								
Net Borç, 31 Aralık 2020	1625,8								
Değerleme tarihi özsermaye değeri	1357,1								

AOSM	13,0%
Özsermaye Maliyeti	19,9%
Risksiz Faiz Oranı	12,7%
Özkaynak Oranı	32,8%
Borç Maliyeti (VÖ)	12,1%
Borç Maliyeti (VS)	9,6%

Borç Oranı	67,2%
Risk Primi	5,0%
Vergi Oranı	20%
Varlık Betası	0,55
Düzeltilmiş Beta	1,45

Çan2 Termik'in ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti hesaplanırken, risksiz faiz oranı olarak 10 yıllık Türkiye Devlet Tahvilinin 19 Şubat 2021 tarihi itibarıyla getirisi olan %12,7 dikkate alınmıştır. Borçlanma maliyeti olarak şirketin EUR borcunun faizine, Türkiye'nin 2030 yılı vadeli eurobond getirisinin 2026 Vadeli Almanya Devlet Tahvil getirisine olan farkı olan %5,15, eklenerek tahmin yapılmıştır. Bu analiz sonucu %12,05 borç faizi hesaplanmıştır. Borç/Toplam Kaynak şirketin sermaye yapısı baz alınarak %67,2 hesaplanmıştır. Kaldıraçsız beta hesabında seçilen benzer şirketlerin ortalaması olan 0,55 kullanılmıştır. Bu rakam %67,2 Borç/Toplam Özkaynak oranı ve %20 vergi kullanılarak, değerlendirilen şirket için kaldıraçlı beta haline getirilmiştir. Bu yöntemle şirketin betası 1,45 olarak hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi

Çan2 Termik'in özsermaye değeri hesaplanırken FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları. Çarpan Analizinde yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler incelenmiştir. Yurtdışı Çarpan analizinde i) benzer şirketlerin mevcut çarpanları ve ii) bezer işlem (satın alma & birleşme) çarpanları kullanılmıştır. Yurtiçi çarpan analizinde i) BIST100 Endeks ve ii) şirketin arzdan sonra işlem görmesi muhtemel BIST Elektrik Endeks Çarpanları kullanılmıştır. Yurtdışı ve Yurtdışı olmak üzere toplam 4 farklı analiz yapılmıştır. Hepsine nihai değerlemede %12,5 eşit ağırlık verilmiştir. Her analizde FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları (%50 ve %50) eşit ağırlıkla kullanılmıştır. Çarpan analizine nihai değerlemede %50 ağırlık verilmiştir.

FAVÖK, mn TL, 2020	262
Yurtdışı Benzer İşlem Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	8,7
Firma Değeri, mn TL	2279
Net Finansal Borç Pozisyonu, - 2020	1626
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	<i>653</i>
Defter Değeri, mn TL, 2020	793
Yurtdışı Benzer İşlem Medyan PD/DD Çarpanı	2,7
<i>Özsermaye Değeri (FD/DD)</i>	<i>2148</i>
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (50% / 50%)	1400

FAVÖK, mn TL, 2020	262
Yurtdışı Benzer Şirket Medyan FD/FAVÖK Çarpanı	9,4
Firma Değeri, mn TL	2475
Net Finansal Borç Pozisyonu, - 2020	1626
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	<i>849</i>
Defter Değeri, mn TL, 2020	793
Yurtdışı Benzer Şirket Medyan PD/DD Çarpanı	1,9
<i>Özsermaye Değeri (FD/DD)</i>	<i>1537</i>
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (50% / 50%)	1194

FAVÖK, mn TL, 2020	262
BIST100 Endeksi Benzer Şirket FD/FAVÖK Çarpanı	8,4

Firma Değeri, mn TL	2202
Net Finansal Borç Pozisyonu, - 2020	1626
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	577
Defter Değeri, mn TL, 2020	793
BIST100 Endeksi Benzer irket PD/DD arpanı	1,3
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	1030
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (50% / 50%)	785

FAVÖK, mn TL, 2020	262
BIST Elektrik Endeksi Benzer irket FD/FAVÖK arpanı	9,2
Firma Değeri, mn TL	2412
Net Finansal Borç Pozisyonu, - 2020	1626
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	786
Defter Değeri, mn TL, 2020	793
BIST100 Elektrik Endeksi Benzer irket PD/DD arpanı	2,8
<i>Özsermaye Değeri (FD/FAVÖK)</i>	2219
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (50% / 50%)	1496

SONUÇ:

Çarpan Analizi ve İNA hesaplamalardan çıkan değerlerin eşit ağırlıklandırılması sonucu 1.288 milyon TL sermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre pay başına değer **5,10 TL** olarak hesaplanmıştır. Bu durumda **3,90 TL** olan arz fiyatına göre %24 iskonto oranı hesaplanmıştır.

Değerleme yöntemleri sonuç

Değerleme Özeti	Değer mn TL	Ağırlık
İNA	1.357	50%
Yurtdışı Benzer irketler	1.400	12,50%
Yurtdışı Benzer İşlemler	1.194	12,50%
BIST 100 Endeksi Benzer irketler	785	12,50%
BIST Elektrik Endeksi Benzer irketler	1.496	12,50%
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	1288	
Hisse başına hesaplanan değer, TL/hisse	5,1	
<i>Halka arz iskontosuz</i>	24%	
Halka arz iskontosuz sonrası özsermaye değeri	988	
İskonto sonrası hisse başına hesaplanan değer	3,90	

an2 Termik için hazırlanmış olan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz. Bununla birlikte;

- Şirket 30.09.2018 tarihinden itibaren maddi duran varlıklarının değerini ölçmek için “Yeniden değerleme modelini” benimsemiştir ve mevcut defter değerinde, 654,7mn TL yeniden değerleme kazancı bulunmaktadır. PD/DD analizinden daha sağlıklı bir sonuç almak adına, benzer şirketler analizinde kullanılan şirketlerin maddi duran varlıklarını ölçmek için kullandıkları muhasebe yönteminin raporda paylaşılmasının daha sağlıklı olacağını düşünüyöruz. Maddi duran varlıklarını maliyet

yöntemiyle bilançosunda tutan şirketlerin, yeniden değerlendirme yönetimini kullanan şirketlerle, defter değeri bazında karşılaştırılmasının doğru sonuç vermeyebileceğini düşünüyoruz. Bu saydığımız çekinceler nedeniyle çarpan analizinde FD/FAVÖK'e daha fazla ağırlık verilmesinin uygun olacağı düşüncesindeyiz.

- 10 yıllık gösterge Türkiye Tahvilinin getirisi bu raporun yazıldığı tarih itibarıyla %18,28 seviyesindedir. Dolayısıyla İNA yönteminde kullanılan %12,7 risksiz faiz oranının düşük kaldığını düşünüyoruz. %18,28 risksiz getiri oranı üzerinden hesaplanan AOSM rapordakinden farklılık gösterebilir.
- Şirketin borç maliyeti hesaplamasında, EUR borç oranının TL karşılığı hesaplanırken, Türkiye ve Almanya Eurobond oranlarının faiz farkı kullanılmış, bu oran (%5,15), şirketin mevcut EUR borç maliyeti üzerine eklenmiştir. Bu nokta borç maliyeti hesaplanırken TL'nin EUR karşısında yıllar içerisinde beklenen değer kaybının şirketin borç maliyetine eklenmesinin daha sağlıklı sonuç vereceğini düşünüyoruz. Bu metot ile hesaplanan AOSM rapordakinden farklılık gösterebilir.
- Projeksiyon döneminde şirket için vergi sonrası borç maliyeti hesaplanırken %20 faiz oranı kullanılmıştır. Diğer yandan yatırım teşvikleri nedeniyle etkin vergi oranının 2021-2027 arası %4 olacağı öngörülmüştür. Bu dönemde şirketin borcu kaynaklı sağlayacağı vergi avantajının %4 olması beklenmelidir. 2020-2027 dönemi için, vergi sonrası borç oranı maliyeti hesaplanırken, %20 yerine %4'ün kullanılmasının daha sağlıklı olacağını düşünüyoruz. Bu metot ile hesaplanan AOSM rapordakinden farklılık gösterebilir.

Yukarıda belirtilen çekincelerimiz dışında halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2021