



---

**Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi  
Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan  
Varsayımlara İlişkin  
Denetim Komitesi Tarafından Hazırlanan  
Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

---

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun  
VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin  
29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.  
12 Kasım 2024**

## 1. Genel Bilgiler

**Ticaret Unvanı:** Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi

**Merkez Adresi:** Şahinler Mahallesi Şahinler (Küme Evler) Yatağan Termik Santrali  
Sitesi No: 259/1 Yatağan/Muğla

**Kurumsal İnternet Sitesi:** [www.cates.com.tr](http://www.cates.com.tr)

### Faaliyet Konusu:

1. Elektrik enerjisi üretmek amacıyla her türlü tesisi kurmak, işletmeye almak, devralmak, kiralamak, işletmek, kiraya vermek, bu tesislerle ilgili mühendislik, müşavirlik etüt, planlama, proje ve fizibilite hizmetlerini yapmak.
2. Tamamlanmış ya da tamamlanacak tesisleri devralmak için satış ve işletme hakkı devir sözleşmeleri imzalamak, devraldığı tesisleri işletmek, gerekli rehabilitasyon ve ek yatırımlar yapmak ya da yaptırmak.
3. Üretilen elektrik enerjisi ve/veya kapasiteyi ilgili mevzuat çerçevesinde satmak.
4. Sermaye Piyasası Kanunu'nun örtülü kazanç aktarımına ilişkin hükümleri saklı kalmak kaydıyla, kurulmuş ya da kurulacak işletmeleri ile iştirak ilişkisine girmek.

**İşlem Gördüğü Borsa :** Borsa İstanbul A.Ş

**Kayıtlı Sermaye Tavanı :** 300.000.000 TL

**Çıkarılmış Sermaye :** 165.200.000 TL

**Ticaret Sicil No :** 8907

**Vergi Dairesi :** Yatağan Vergi Dairesi - Muğla

**Vergi No :** 1650297639

## 2. Rapor Konusu ve Gerekçe:

Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin ("Çates" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

## 3. Açıklamalar:

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP 'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

#### 4. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler:

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden İfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (İfo Yatırım) ile Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi (Şirket) arasında 9 Ağustos 2023'te imzalanan ve 21 Eylül 2023'te revize edilen halka arza aracılık sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerlerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla hazırlanmıştır. 24 Kasım 2023 tarihinde KAP 'ta yayımlanan Fiyat tespit raporunun değerlendirme tarihi 6 Eylül 2023 olup rapor tarihi 11 Eylül 2023'tür. Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi'nin pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

#### **İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi**

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) şirketlerin faaliyet gösterdiği süre içerisinde yaratması muhtemel nakit akımlarının bugüne indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. İNA yöntemi birçok varsayıma dayanarak şirketlerin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanır, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket özelindeki riskleri de belirli bir çerçevede barındırır. Bu yöntemin varsayımlara duyarlı olması bir dezavantaj gibi gözükse de statik olmayan iş modelleri için daha uygundur.

#### **Piyasa Çarpanları Analizi**

Piyasa çarpanları analizi, borsalarda işlem gören benzer şirketlerin işlem gördükleri güncel fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolarındaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Kolay uygulanması ve görece nesnel bir yöntem olması nedeniyle değerlemede en sık kullanılan yöntemlerdendir. Değerlemeye konu şirkete benzer şirketlerin her zaman bulunamaması ve bu şirketlerin yalnızca belirli bir dönemdeki finansal verilerin karşılaştırmaya baz teşkil etmesi dezavantajlarındandır. Ayrıca güncel piyasa fiyatlamalarına çok duyarlı olduğundan farklı dönemlerde değişen piyasa risk iştahına bağlı olarak değerlemeler oynaklık gösterir. Şirketlerin gelecek beklentilerinin tam olarak piyasa çarpanları ile yakalanması kolay değildir. Ayrıca dinamik iş modellerinin statik bir çarpana indirgenmesi riskleri bünyesinde barındırır.

Bu değerlendirme yönteminde Şirket'in sektöründe sıkça kullanılan Firma Değeri/EBITDA (FD/EBITDA) çarpanı kullanılmış ve son 12 aylık gerçekleşen (30.06.2022-30.06.2023) EBITDA esas alınarak şirket piyasa değeri hesaplanmıştır.

## 5. Değerleme Sonucu

Piyasa Çarpan Analizi benzer şirketlerin güncel piyasa değerlerini yansıttığından makul bir yöntemdir. Bunun en önemli nedenlerinden bir tanesi gerek enerji şirketlerinin döviz bazlı borçlarının önemli seviyelerde olması gerekse kur korumalı mevduat mekanizması nedeniyle kur artışından kaynaklanan tek seferlik finansman gelir ve giderinin önemli seviyelere ulaşmasıdır. Bu durum karların normalize olmasını engellemekte ve sağlıklı F/K çarpanlarının oluşmasına engel olmaktadır. Bu nedenlerden dolayı değerlemede sadece FD/EBITDA çarpanı baz alınmıştır. EBITDA hesaplamasında ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve gideri de dikkate alınmış ve EBITDA hesaplamasına dahil edilmiştir. Bu nedenle FD/EBITDA çarpanları tespit edilirken ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve gideri dahil EBITDA'lar kullanılmıştır. Yurtdışı çarpanlardan değer hesaplanırken Bloomberg'in dolar bazlı çarpanları örneklemde vermesi nedeniyle Şirket'in dolar bazlı verileri ile değer bulunmuş ve değerlendirme tarihi USD/TL kurundan piyasa değeri tespit edilmiştir.

### Değerleme Yöntemleri Sonuçları

Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttı düşünüldüğünden İNA'ya %60 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir. Yurtdışı çarpanlara ek olarak yurtiçinde Şirket ile tam benzer Çan Termik çarpanından değer bulunmuş ve Şirket'in de içinde bulunacağı BİST-Termik örnekleminde gelen çarpan değerine belirli bir ağırlık verilmiştir. İNA şirket dinamiklerinin en doğru yansıttığı için en fazla ağırlığı alırken Şirket ile tam benzer Çan Termik değerine tek örneklem olması sebebiyle %0 ağırlık verilmiştir. Farklı ülke risklerine tabi olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere %10 ağırlık verilirken BİST Termik örneklemine %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır.

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
<b>Metodolojiler</b>			
İNA	309,1	60,0%	59,02
Çan2	440	0,0%	84,01
Yurtdışı Çarpanlar	553,5	10,0%	105,69
BİST Termik	444,4	30,0%	84,85
Halka Arz Piyasa Değeri	374,1	100%	71,44
Halka Arz İskontosu	-20%		
<b>Nihai Değer</b>	<b>299,3</b>		<b>57,15</b>
<b>Değer Çarpanları</b>		<b>2023/6</b>	<b>2023 T</b>
EV/EBITDA		5,5	6,6
F/K		11,7	m.d
EV/Net Satış		1,9	m.d
PD/DD		2,1	m.d

## 6. Halka Arz Öncesi İskonto Hesabı

Halka Arz Fiyatı (TL/Pay)	57,15
Halka Arz Fiyatları Öncesi Piyasa Değeri (m USD)	374,1
Değerleme Yöntemleri ile Hesaplanan Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri (m USD)	299,3
Halka Arz Öncesi İskonto Oranları	%20

Değerleme yöntemleri ile hesaplanan değere, %20 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 57,15 TL olarak belirlenmiştir.

## 7. Tahmin ve Gerçekleşme Verileri

Fiyat tespit raporunda yer alan 2024'ün ilk 9 aylık dönemine ilişkin tahmini veriler ve aynı dönemde gerçekleşen veriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

(Milyon TL)	Fiyat Tespit Raporu 2024 Q3	Gerçekleşen-	Gerçekleşme Oram (%) -	Gerçekleşen-	Gerçekleşme Oram (%) -
	Yıl Sonu Tahmin Edilen	TMS 29 Hariç	TMS 29 Hariç	TMS 29 Dahil	TMS 29 Dahil
<b>Toplam Gelirler</b>	<b>4.548</b>	<b>3.448</b>	<b>76%</b>	<b>3.893</b>	<b>86%</b>
<i>Elektrik Satış Gelirleri</i>	4.523	3.403	75%	3.842	85%
<i>Diğer Gelirler</i>	25	45	181%	51	205%
<b>Satışların Maliyeti + Operasyonel Giderler (*)</b>	<b>(2.973)</b>	<b>(2.778)</b>	<b>93%</b>	<b>(3.170)</b>	<b>107%</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>1.575</b>	<b>670</b>	<b>43%</b>	<b>723</b>	<b>46%</b>

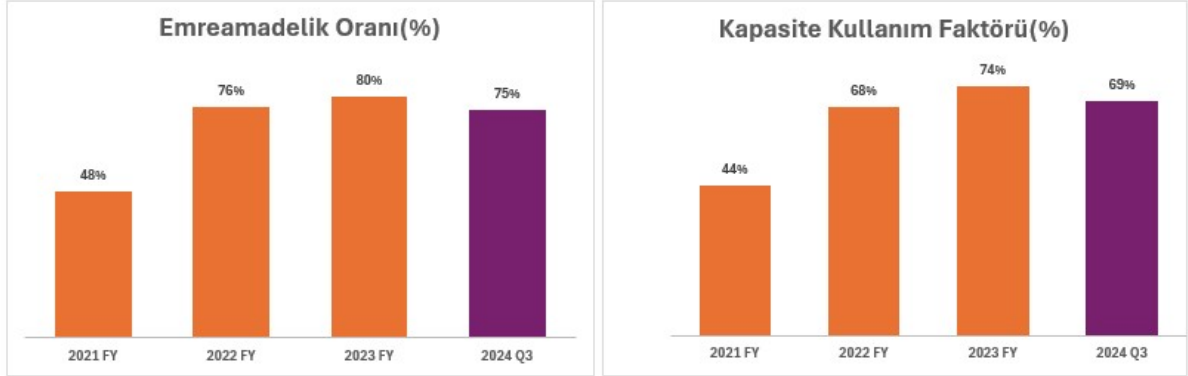
(\*) Amortisman ve itfa giderleri ile ticari işlemlere ilişkin net kur farkı gelirleri hariç olmak üzere esas faaliyetlerden diğer gelir-giderler arındırılmış şekilde hesaplanmıştır.

2024'ün ilk 9 aylık dönemi hedeflenen üretim miktarları, üretim gelirleri ve yaratılan FAVÖK tutarları üzerinden yıllık hedefler doğrultusunda incelenmiş ve yıllık sapma payları değerlendirilmiştir.

Üretim santrallerinde yıllık bazda oluşacak gelir ve karlılık rakamlarını;

- Döviz kuruna göre değişen elektrik alım garanti fiyatları
- Enflasyon oranına göre değişen elektrik alım garanti fiyatları
- İkili anlaşma ve azami uzlaştırma fiyatı
- Aylar itibarıyla farklı dağılım sergileyen kapasite mekanizma gelirleri
- Mevsimsel hidrolojik koşullar, elektrik arz ve talebi ile birlikte birçok değişkene bağlı şekilde dönemsel olarak farklılık sergileyen ortalama elektrik spot fiyatları
- Üretim planlamaları ve periyodik bakım dönemlerine göre yıllık bazda değişiklik gösterebilecek üretim miktarları doğrudan etkilemektedir.

Şirket'in uzman ekibi, yüksek kaliteli donanımın ve iyi kurgulanmış bakım süreçlerinin desteğiyle Şirket portföyünün düşük maliyetli yüksek düzeyde emreamadelik ve kapasite oranı yakalamasını sağlamaktadır.



## 8. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket 01.01.2024-30.09.2024 tarihleri arasındaki dönem itibarıyla, TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulaması sonrası yapılan hesaplamaları içeren tablolara göre Fiyat Tespit Raporu'nda belirtilen ve halka arz edilirken çerçevesi çizilen gelir tablosu projeksiyonunun altında performans göstermiş ve TMS 29 enflasyon muhasebesi uygulanmamış hali ile yapılan hesaplamaları içeren tablolara göre tahminlerdeki beklentileri kısmen karşılamıştır. 2024 yılının ilk 9 ayında elektrik satış fiyatları tahminlerin altında gerçekleşmiştir. Fiyat tespit raporu ile gerçekleşen EBITDA farkı, büyük oranda elektrik satış fiyatından kaynaklanmaktadır. Ayrıca Şirket'in sahip olduğu elektrik üretim santralinde 2024 yılının ilk yarısında yaşanan duruşlara bağlı olarak üretimde görülen düşüş EBITDA'nın görece düşük olmasına neden olmuş olup, santralin özellikle yılın 3. çeyreğindeki performansı 9 aylık EBITDA'ya olumlu etki etmiştir.

Saygılarımızla,

### DENETİM KOMİTESİ

Ayben KOY  
Başkan  
(Asıllarında imza vardır.)

Kemal USLU  
Üye  
(Asıllarında imza vardır.)