

Çan2 Termik Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu Analizi

Nisan 2021

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin aracılık ettiği Çan2 Termik A.Ş. ("Çan2" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Halk Yatırım") hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.S. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Bilgileri	
Talep Toplama Tarihi	21-22 Nisan 2021
Halka Arz Büyüklüğü	263.601.000 TL
Hisse Kodu / Pazar	CANTE / Yıldız Pazar
Halka Açıklık Oranı	21,12% (23,23% Ek Satış Dahil)
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	252.410.000 TL nominal
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	320.000.000 TL nominal
Halka Arz Miktarı/Şekli	67.590.000 - Sermaye Artırımı, 6.759.000 - Ek Satış
Halka Arz Fiyatı	3,90 TL
Halka Arz Büyüklüğü	263.601.000 TL (289.961.100 TL Ek Satış Dahil)
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	984.399.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.248.000.000 TL
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Fiyat İstikrarı	26,3 milyon TL'lik kaynakla payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren en fazla 30 gün fiyat istikrarı işlemlerinin yapılması planlanmaktadır.
Fon Kullanım Yeri	Halka arz gelirlerinin tamamı Çan2 Termik A.Ş.'nin Yapı Kredi ve Halk Bankası nezdinde bulunan banka kredilerinin kapamalarında kullanılacaktır.
Dağıtım Yöntemi	Eşit Dağıtım
Tahsisat	%50 Yurtiçi Bireysel Yatırımcılar Satış Miktarı: 33.795.000 TL %50 Yurtiçi Kurumsal Yatırımcılar Satış Miktarı: 33.795.000 TL

Şirket Bilgileri

Şirket, 2003 yılında Çan Kömür ve İnşaat Limited Şirketi olarak tescil edilmiş olup, 2013 yılında unvan değişikliği ile süresiz olarak Çan Kömür ve İnşaat A.Ş. kurulmuştur. Şirket'in unvanı daha sonra 21.01.2021 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.

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 yerli linyit kömürü kullanarak elektrik üretimi konusunda faaliyet göstermektedir. Elektrik enerjisi üretimi; kazanda yakılan kömürün yaydığı ısı ile saf suyun ısıtılması sonucu elde edilen kızgın buharın türbine sevk edilerek sahip olduğu enerjiyi türbinin kanatlarına çarparak oluşturduğu dönme hareketine bırakması ile gerçekleşir. Santralin ana ekipmanları ve santral sistemleri konusunda uzmanlaşmış Avrupa şirketleri tarafından imal edilmiştir. Örnek olarak;

- Türbin (MAN),
- Jeneratör ELIN (Andritz),
- Kazan ise Wagner-Biro (Alstom Licence) tarafından sağlanmıştır.

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.

Şirket Operasyonel Faaliyetleri

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

Net Satışlar

Şirket, 2018 yılında devreye giren Çan2 Termik Santrali'nin etkisiyle 2018 yılında 234.157.733 L 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 salgınının sınırlı etkisiyle 2020 yılında bir önceki yıla göre %0.3'lük azalışla 739.549.313 TL net satış geliri elde etmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2020	%	31.12.2019	%	31.12.2018	%
TEİAŞ/EPIAŞ/EÜAŞ Satış Geliri	324.130.413	43,8	353.967.370	47,7	123.746.703	52,8
İkili Anlaşmalar Elektrik Satışı	411.404.347	55,6	393.442.229	53,0	89.936.189	38,4
Maden Satış Gelirleri	5.982.756	0,8	3.133.086	0,4	17.745.262	7,6
Üretimden Elde Edilen Ürün Satışları	10.390.168	1,4	0	0,0	0	0,0
Diğer Gelirler	667.100	0,1	2.374.229	0,3	2.754.411	1,2
Satıştan İadeler	-13.025.471	-1,8	-10.961.409	-1,5	-24.833	0,0
Toplam	739.549.313	100,0	741.955.505	100,0	234.157.732	100,0

Şirket'in 2018-2020 dönemi için satış gelirleri dağılımı ise aşağıdaki tablodaki gibidir.

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%

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 Termik A.Ş ilk kez EÜAŞ'a 730.080 MWh elektrik satışı yapmıştır.

Ortaklık Yapısı

Halka arz öncesi ve sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

HALKA ARZ ÖNCESİ VE SONRASI ORTAKLIK YAPISI						
Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı	Sermaye Tutarı	Sermaye Payı
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	252.410.000,00	100,00%	252.410.000	78,88%	245.651.000	76,77%
Halka Açık Kısım	0,00	0,00%	67.590.000	21,12%	74.349.000	23,23%
Toplam	252.410.000,00	100,00%	320.000.000,00	100,00%	320.000.000,00	100,00%

Halka Arz Gerekçeleri

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.

FINANSAL BİLGİLER

Son 3 yıllık karşılaştırmalı özet finansal durum ve kar-zarar tablosu aşağıdaki gibidir.

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Hasılat	739.549.313	741.955.505	234.157.733
Satışların Maliyeti	-527.296.553	-575.342.199	-216.495.769
Brüt Kar (Zarar)	212.252.760	166.613.306	17.661.964
Genel Yönetim Giderleri	-21.305.394	-14.883.051	-5.564.512
Pazarlama Giderleri	-7.404.935	-1.669.771	-2.992.659
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	43.848.261	21.264.586	16.579.191
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-22.533.024	-80.883.234	-5.617.404
Esas Faaliyet Karı / Zararı	204.857.668	90.441.836	20.066.580
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	389.456	0	0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	0	0	-3.358
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	205.247.124	90.441.836	20.063.222
Finansman Gelirleri	346.899.862	188.042.288	204.899.150
Finansman Giderleri	-702.076.801	-435.365.238	-298.706.313
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı (Zararı)	-149.929.815	-156.881.114	-73.743.941
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) Geliri	187.282.520	8.992.544	-23.892.677
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	0	0	-956.468
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	187.282.520	8.992.544	-22.936.209
Net Dönem Karı (Zararı)	37.352.705	-147.888.570	-97.636.618

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Dönen Varlıklar	320.992.272	449.658.953	228.978.550
Nakit ve Nakit Benzerleri	1.203.171	2.968.335	1.107.559
Ticari Alacaklar	100.771.197	70.816.425	23.785.433
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	100.771.197	70.816.425	23.785.433
Diğer Alacaklar	42.016.966	155.509.567	55.800.766
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	39.157.943	155.316.627	48.446.540
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	2.859.023	192.940	7.354.226
Stoklar	127.864.319	85.036.278	46.020.949
Peşin Ödenmiş Giderler	13.970.747	16.044.542	3.535.148
Diğer Dönen Varlıklar	35.165.872	119.283.806	98.728.695
Duran Varlıklar	2.435.027.967	2.247.106.729	2.261.704.534
Diğer Alacaklar	209.740	33.214	32.829
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	209.740	33.214	32.829
Maddi Duran Varlıklar	2.173.562.940	2.147.845.716	2.212.911.598
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33.575.604	15.361.853	4.885.906
Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar	33.575.604	15.361.853	4.885.906
Kullanım Hakkı Varlıkları	4.491.133	1.881.031	0
Peşin Ödenmiş Giderler	2.210.821	2.371.829	284.910
Ertelenmiş Vergi Varlığı	142.739.441	0	0
Diğer Duran Varlıklar	78.238.288	79.613.086	43.589.291
Toplam Varlıklar	2.756.020.239	2.696.765.682	2.490.683.084
Kısa Vadeli Yükümlülükler	657.896.111	942.912.314	560.731.072
Kısa Vadeli Borçlanmalar	46.216.445	0	22.083
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	280.047.374	394.714.312	86.665.777
Diğer Finansal Yükümlülükler	4.520.746	1.919.383	12.301
Ticari Borçlar	183.970.829	219.871.545	184.867.387
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	183.970.829	219.871.545	184.867.387
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.351.445	8.943.323	2.169.612
Diğer Borçlar	101.568.443	242.023.493	263.886.835
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	91.098.555	228.061.331	262.399.008
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	10.469.888	13.962.162	1.487.827
Ertelenmiş Gelirler	7.346.258	49.250.696	0
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.511.162	1.722.375	600.521
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar	3.031.076	1.449.426	549.521
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	1.480.086	272.949	51.000
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	25.363.409	24.467.187	22.506.556

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2020	31.12.2019	31.12.2018
Uzun Vadeli Yükümlülükler	1.305.667.876	1.003.088.068	1.055.268.639
Uzun Vadeli Borçlanmalar	1.296.196.294	949.166.908	978.821.734
Diğer Borçlar	5.550.965	4.566.918	0
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	0	0	0
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	5.550.965	4.566.918	0
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.003.472	590.022	372.434
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	818.428	404.978	200.405
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	185.044	185.044	172.029
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	1.996.500	46.610.189	76.074.471
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	920.645	2.154.031	0
Özkaynaklar	792.456.252	750.765.300	874.683.375
Ödenmiş Sermaye	252.410.000	97.410.000	44.815.160
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	653.292.588	653.292.588	725.734.728
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	654.691.656	654.691.656	727.133.796
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs veya İşletmeleri İçeren Birleşmelerin Etkisi	-1.399.068	-1.399.068	-1.399.068
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-457.852	-207.514	-68.035
<i>Diğer Kazanç/Kayıplar</i>	-457.852	-207.514	-68.035
Sermaye Avansları	0	150.411.415	106.454.141
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	-150.141.189	-2.252.619	95.383.999
Net Dönem Karı veya Zararı	37.352.705	-147.888.570	-97.636.618
Toplam Kaynaklar	2.756.020.239	2.696.765.682	2.490.683.086

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Halk Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve çarpan analizi yöntemleri kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analizine %50, çarpan analizine %50 ağırlık verilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi (İNA)

- **İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2029 yılları için projekte edilmiştir.** 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 formulasyona göre çeyrek bazında satış fiyatı hesaplaması yapılmıştır. 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 planlarken, 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.
- **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.
- Amortisman giderleri dışında tüm **faaliyet giderleri** enflasyon oranında artırılmıştır. 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
- 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.
- Şirketin 2029 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında nihai büyüme oranı %5 olarak kullanılmıştır.

- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması:**

- **Risksiz Faiz Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık tahvilin faiz oranının kapanış değeri baz alınarak risksiz getiri oranı %12,7 olarak kabul edilmiştir.
- **Beta:** Düzeltilmiş Beta olarak 1.45 değeri dikkate alınmıştır.
- **Piyasa Risk Primi:** %5 olarak değerlemeye dahil edilmiştir.
- **Özsermaye Maliyeti:** Yukarıdaki varsayımlar ışığında Özsermaye maliyeti %19,9 olarak hesaplanmıştır.
- **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in borçlanma maliyeti ağırlıklandırılmış ve %12,05 olarak belirlenmiştir.
- **Borç/Öz Varlık Oranı:** %67,2 olarak hesaplanmıştır.

Sonuç olarak; AOSM %13 olarak hesaplanmıştır.

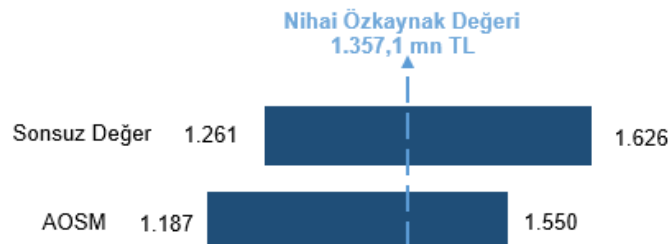
İndirgenmiş Nakit Akımları (milyon TL)									
	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	939	1.003	1.099	1.205	1.150	1.275	1.370	1.443	1.551
Faaliyet Karı	215	182	242	248	198	227	244	334	360
Faaliyet Kar Marjı	23%	18%	22%	21%	17%	18%	18%	23%	23%
Vergi	8,6	7,3	9,7	9,9	7,9	9,1	9,8	66,7	71,9
Vergi Oranı	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	19,80%	20,00%
FAVÖK	300,6	274,9	341,8	357,9	314,9	352,2	378,9	479,6	515,7
FAVÖK marjı	32,10%	27,60%	31,40%	30,10%	27,90%	27,60%	27,60%	33,20%	33,20%
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	0,9	0,8	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
Σ Firma Serbest Nakit Akışları	1.455,0								
Uç Değer Büyüme Oranı	5,00%								
Uç Değer @ %5	4.513,8								
İndirgenmiş Uç Değer @ %13	1.527,6								
Firma Değeri	2.982,9								
Net Borç, (2020)	1.625,8								
Çan2 Termik Özkaynak Değeri	1.357,1								

İndirgenmiş Nakit Akımları sonucunda 31.12.2020 tarihli Şirket özkaynak değeri 1.357,1 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları analizi AOSM ve Sonsuz Değer büyüme oranı duyarlılık analizine tabi tutulmuştur.

Duyarlılık analizi +/- %0.5 AOSM değişimi,

+/- %0.5 Sonsuz Değer Büyüme Oranı



Piyasa Çarpanları Analizi

- Halk Yatırım tarafından Çan2'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş Yurtdışı Benzer Şirketler Birleşme Satın Alma Çarpanları, Yurtdışı benzer işlem gören şirket çarpanları, Yurtiçi BİST Endeks Çarpanları (BİST 100 Endeks Çarpanları, BİST 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 kullanılmıştır.
- Yurtiçinde sadece yerli kömür ile elektrik üretimi yapan benzer şirket olmaması nedeniyle yurtdışı benzer şirketler baz alınmıştır. Şirket olarak benzer olmamakla birlikte Borsa İstanbul bünyesinde elektrik üretim şirketlerinin kote edildiği elektrik endeksi olması ve Çan2 Termik A.Ş.'nin kotasyonunun muhtemelen bu endeks kapsamında olabileceği öngörülerek Elektrik Endeksi'nin çarpanları kullanılarak piyasa çarpanları analizi çalışmalarına dâhil edilmiştir. Elektrik Endeksi haricinde yurtiçinde Borsa İstanbul bünyesinde yer alan uluslararası finans çevresinde en çok kullanılan ve piyasa değeri olarak en yüksek 100 şirketten oluşan BİST100 endeksi çarpanları kullanılarak piyasa çarpanları analizi çalışmalarına dâhil edilmiştir.
- Çarpan analizinde her çarpan değerine %12.5 ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler

Yurtdışı Benzer Şirketler Tablosu	FD/FAVÖK	PD/DD
UNIPRO PJSC	7,43	1,52
Taqa Morocco SA	9,44	4,33
Petrovietnam Exploration Production Corporation	6,35	1,00
Guodian Changyuan Electric Power Co. Ltd.		0,87
Top Energy Company Ltd.		0,63
Pha Lai Thermal Power JSC	6,29	1,25
Yakutskenergo	10,96	2,37
Elango Indus Ltd.		0,18
Seçilmiş Çarpanlar Medyan	9,44	1,94

Yurtdışı benzer şirket çarpanları için asgari ve azami kartil hesaplaması yapılmış olup 1. kartil altında kalan uç değer olarak hesaplama dışında bırakılmıştır. Azami tarafında ise kılavuz şirket çarpanlarının azami kartile yakın olması nedeniyle uç değer çalışması yapılmamıştır. Hesaplama dışında bırakılan çarpanlar üstü çizili olarak gösterilmektedir.

Yurt İçi Benzer Şirketler

Yurtiçi BİST Endeks Çarpanları	FD/FAVÖK	PD/DD
BİST100	8,4	1,3
BİST Elektrik	9,2	2,8

Piyasa yaklaşımı hesaplamalarında FD / FAVÖK çarpanı sonucunda elde edilen firma değeri 2020 yıl sonu nakit ve nakit benzerlerinin eklenmesi, finansal borçların tamamı düşülerek tahmini özkaynak hesaplanmıştır. Kullanılan çarpanlar baz olarak kabul edilmiş ve + / - %5 oranında değişimler üzerinden sırasıyla iyimser ve kötümser senaryolar oluşturulmuştur. Bu senaryolar aşağıdaki tablodaki gibidir. Her analizde FD/FAVÖK ve PD/DD çarpanları (%50 ve %50) eşit ağırlıkla kullanılmıştır.

Benzer İşlem Çarpanları	Kötümser	Baz	İyimser	2020 Finansallar	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümser	Baz	İyimser
FD / FAVOK	8,3	8,7	9,1	262,2	538	652	766	50%	269	326	383
PD / DD	2,6	2,7	2,8	792,5	2.040	2.148	2255	50%	1.020	1.074	1.127
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1.289	1.400	1.510
Benzer Şirket Çarpanları	Kötümser	Baz	İyimser	2020 Finansallar	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümser	Baz	İyimser
FD / FAVOK	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	1617	50%	731	770	808
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1.094	1.194	1.295
Benzer Şirket Çarpanları (BİST100)	Kötümser	Baz	İyimser	2020 Finansallar	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümser	Baz	İyimser
FD / FAVOK	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	1048	50%	474	499	524
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									705	785	865
Benzer Şirket Çarpanları (BİST Elektrik)	Kötümser	Baz	İyimser	2020 Finansallar	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümser	Baz	İyimser
FD / FAVOK	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	2313	50%	1.046	1.102	1.157
Ağırlıklı Özkaynak Değeri									1.381	1.496	1.612

Milyon TL	Kötümser	Baz	İyimser	Ağırlık	Kötümser	Baz	İyimser
Benzer İşlem Çarpanları	1.289	1.400	1.510	12,5%	161	175	189
Benzer İşlem Gören Şirket Çarpanları	1.094	1.194	1.295	12,5%	137	149	162
BİST100 Endeks Çarpanları	705	785	865	12,5%	88	98	108
BİST Elektrik Endeks Çarpanları	1.381	1.496	1.612	12,5%	173	187	201
İndirgenmiş Nakit Akışları	1.187	1.357	1.550	50,0%	594	679	775
Ağırlıklı Özkaynak Değeri					1.152	1.288	1.435

Çan2'nin şirket değerinin belirlenmesinde gelir ve piyasa yaklaşımı değerlendirme sonuçlarına eşit ağırlık verilerek bulunan halka arz öncesi nihai özkaynak değeri 1.288 milyon TL olarak bulunmuştur. Şirket'in mevcut ödenmiş sermayesi 252.410.000 TL'dir. Buna göre hesaplanmış olan nihai özkaynak değeri üzerinden 1 TL nominal değerli pay değeri 4.56 TL – 5.69 TL aralığında pay başına fiyat 5,10 TL olarak hesaplanmıştır. %24 oranında halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı 3,90 TL olarak belirlenmiştir.

GÖRÜŞ

- Çan2 Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara yeterli ve anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Değerleme çalışmasında, gelir bazlı değerlendirme yaklaşımı olan ve şirket değerinin daha sağlıklı belirlenmesine imkan veren İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yönteminin kullanılmasını şirketin gelecek dönemlerde yaratacağı nakit akımlarını da analiz etmesi nedeniyle daha rasyonel bir şirket değeri ortaya çıkarması adına olumlu olarak değerlendiriyoruz.
- Çan2'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde seçilmiş BİST 100 şirketleri, BİST Elektrik endeksi, yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) çarpanlarının medyan değerlerinin kullanılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM hesaplaması için 10 yıllık tahvil faizinin 19 Şubat 2021 tarihli kapanış değeri %12.7 risksiz faiz oranı kullanılmıştır. Şubat ayından sonraki süreçte ekonomide yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak 10 yıllık tahvil faizi de yaşanan dalgalanmalara bağlı olarak 10 yıllık tahvil faizi %19.43'lere kadar yükselirken, bu rapor hazırlandığı esnada ise 10 yıllık tahvil faizi %18.45 seviyelerinde bulunmaktadır. Bu nedenle aradan geçen zaman nedeniyle yükselen faizlerin sonucu olarak kullanılan %12.7 risksiz faiz oranının düşük kaldığını düşünüyoruz. Güncel faiz oranıyla yapılacak çalışmada AOSM'de oluşabilecek farklılık şirket özkaynak değerini düşürücü etki yaratacaktır.
- Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %24 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olmasını ve 3,90 TL halka arz fiyatının uygun olduğunu düşünüyoruz.