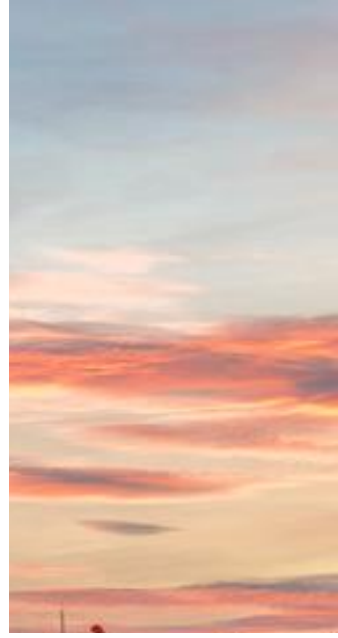




Çates Elektrik Üretim A.Ş.

31 Aralık 2024 İtibarı ile Toplam Şirket Değeri Tahminine İlişkin
Özet Sonuçlar





Eray Kumdereli

Ortak

eray.kumdereli@pwc.com

Tuğçe Taş

Kıdemli Müdür

tugce.t.tas@pwc.com

PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş.

Galataport, Kılıçali Paşa Mah.

Meclis-i Mebusan Cad. No:8 İç Kapı

No:201 Beyoğlu | İstanbul

T:+90 (212) 326 6060

Çates Elektrik Üretim A.Ş.

Santraller Mevkii Tayfun Açıl Cad.

Çatalağzı/Zonguldak

06 Mart 2025

Sayın Yönetim Kurulu Üyeleri,

Çates Elektrik Üretim A.Ş. (“Çates” veya “Şirket”) ile PwC Yönetim Danışmanlığı A.Ş. (“PwC”) arasında 16 Eylül 2024 tarihinde imzalanmış olan finansal danışmanlık hizmetleri sözleşmesi kapsamında hazırlanan, Çates’in toplam şirket değerinin tahmin edilmesinin sonuçlarını içeren 15 Kasım 2024 tarihli Değerleme Raporu’nun (“Rapor”) **özet sonuçları** ektedir. Değerleme çalışması, Rapor tarihi itibarıyla tamamlanmış olup bu tarihten sonraki gelişmeler dikkate alınmamıştır.

Değerleme Rapor’u, Şirket Yönetimi’nin ve ilgili personelin vermiş olduğu bilgiler doğrultusunda hazırlanmıştır. Kullanılan bilgiler, varsayımlar ve projeksiyonlar tarafımızca sorgulanarak ve gerektiği takdirde Şirket Yönetimi ile tartışılarak çalışmamızda yer almıştır. Bunun yanı sıra Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan projeksiyonların gerçekleştirilebilirliği konusunda PwC tarafından bir görüş verilmemektedir. Özet sonuçları içeren bu doküman tek başına sınırlı bilgi içermektedir.

Rapor ve bu doküman Şirket Yönetimi için hazırlanmıştır. PwC, bu dokümanın ve Rapor’un hitap ettiği kişiler dışında üçüncü şahıs ve kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Bunun yanı sıra Rapor’umuz bilgimiz olmadan Şirket Yönetimi dışında kalan üçüncü şahıslara dağıtılamaz ve/veya başka amaçlarla kullanılamaz. Bu konuda PwC bilgilendirilse dahi, Rapor’un ve bu dokümanın muhatabı Şirket Yönetimi olarak kalacaktır.

Saygılarımızla,

Eray Kumdereli,

Ortak

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (1/4)

Projenin Kapsamı

Bu rapor Çates ile PwC arasında 16 Eylül 2024 tarihinde imzalanan değerlendirme hizmetlerine ilişkin danışmanlık sözleşmesine göre; Çates'in 31 Aralık 2024 tarihi itibari ile toplam şirket değerinin tahmin edilmesi çalışmasını içermektedir.

PwC; değerlendirme çalışması kapsamında, Çates'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluk da kabul etmemektedir. Bununla birlikte, PwC, mülkiyete ilişkin Çates'in değerini etkileyebilecek gizli ya da beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığını varsaymaktadır. Değerleme çalışmalarında bulunan sonuçlar birçok durumda sübjektif ve kişisel hükümlere bağlıdır. Bu nedenle, çalışma sonucunda kesin bir değere ulaşmak mümkün olmamakla birlikte çeşitli varsayımlar altında bir değer aralığı tahmin etmek daha uygun olmaktadır.

Fiyat ve Değer Kavramı

Raporun okunması ve yorumlanması sırasında "fiyat" ve "değer" kavramlarının birbirinden ayrılması büyük önem taşımaktadır. Fiyat bir alıcının herhangi bir mal veya hizmet için satıcıya ödemeye hazır olduğu tutardır. Bu fiyatın, değerlendirme çalışması sonucu tahmin edilen değere eşit olması beklenmemelidir.

Bilgi Kaynakları

Çalışma kapsamında kullanılan geçmiş finansal veriler ve projeksiyonlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanmıştır. Sağlanan veriler Şirket Yönetimi tarafından hazırlanan yönetim raporlaması paketleri ve 2024-2038 dönemini kapsayan iş planını içermektedir.

PwC, Şirket Yönetimi tarafından sağlanan projeksiyonların ticari anlamda gerçekleştirilebilirliği ve sonuçlarının doğruluğu üzerine bir çalışma yapmamıştır. Ulaşılan sonuçlar Şirket Yönetimi tarafından sağlanan bilgilerin doğruluğu ve bütünlüğüne bağlıdır. Bu bilgiler tarafımızca sorgulanarak, gerektiği takdirde Şirket Yönetimi ile tartışılarak revize edilmiş ve çalışmamızda yer almıştır. PwC, bu çalışma kapsamında Çates'e ait mali tabloları ve diğer bilgileri denetlememiştir. Dolayısıyla bu raporda yer mali tablolar konusunda herhangi bir görüş bildirilmemektedir.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (2/4)

Raporun Kullanımı

Bu rapor sadece Şirket Yönetimi için denetçi kuruluşa finansal raporlama sürecinde sunulmak üzere Çates'in toplam şirket değerinin tahmin edilmesi amacıyla hazırlanmıştır. Raporun yukarıda bahsedilen kullanım amacı dışında kullanılmaması tavsiye edilmektedir. Aksi belirtilmediği sürece, PwC, bu raporun ve/veya yazışmaların Şirket Yönetimi dışında üçüncü şahıs, SPK ve diğer kurumlar tarafından kullanımından doğabilecek hiçbir sorumluluğu kabul etmemektedir. Denetçi kuruluşun değerlendirme çalışması kapsamında dikkate alınan önemli ticari ve teknik varsayımları ve projeksiyonları kendi değerlendirmesine tabi tutması beklenmektedir.

PwC onay verse dahi, Rapor'un muhatabı Şirket Yönetimi olarak kalacaktır. Rapor'daki bilgiler hiçbir şekilde geleceğe yönelik bir vaat olarak veya geleceği yansıtmak amacıyla hazırlanmamıştır. Her koşulda, şahısların ve kurumların kendi piyasa analizlerini ve özel incelemelerini yapmaları tavsiye edilmektedir.

Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA")

Bu yöntemde Çates'in değeri, projeksiyon döneminde yaratılması beklenen nakit akımlarının net bugünkü değerlerine indirgenmesi ile elde edilmektedir. **Gelir Yaklaşımı kapsamında Şirket Yönetimi tarafından sağlanan iş planı dikkate alınmıştır.**

İNA çalışması kapsamında Çates'in gelir/giderini, kurumlar vergisi yükünü, yatırımlarını ve işletme sermayesi ihtiyacını öngören indirgenmiş nakit akımı modelleri hazırlanmıştır. İNA hesaplamasında Şirket Yönetiminin sağladığı bilgiler esas alınmıştır. İNA çalışması kapsamında dikkate alınan Çates'in gelecekte yaratacağı beklenen nakit akımlarının bugünkü değerleri, nakit akımlarının Şirket'in risk profiline uygun bir iskonto oranı kullanılarak bugüne indirgenmesiyle hesaplanmıştır.

2023 yılında elektrik fiyatlarındaki düşüş ve artan maliyetler sebebiyle termik santraller operasyonel olarak karsız bir yıl geçirmiştir. Şirket Yönetimi, termik santraller özelinde elektrik satış fiyatlarına ilerleyen dönemlerde sübvansiyon getirileceğini tahmin edilmektedir. Bu sebeple Gelir Yaklaşımı kapsamında, 31.12.2024 değerlemesi için Şirket Yönetimi iki ayrı senaryo öngörmektedir. Bu senaryolar sırasıyla aşağıdaki gibidir;

- **I. Senaryo'da**, elektrik fiyatları için Şirket Yönetimi tarafından paylaşılan GÖP fiyat senaryolarının ortalaması kullanılmıştır.
- **II. Senaryo'da**, Şirket Yönetiminin termik santraller özelinde öngördüğü sübvansiyonlu elektrik fiyatları kullanılmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (3/4)

Değerlemede Kullanılan Yöntemler (Devamı)

Piyasa Yaklaşımı (Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler)

Piyasa Yaklaşımı kapsamında uygulanabilen Karşılaştırılabilir Şirketler ve İşlemler yöntemlerine göre; benzer operasyonlara sahip şirketlerin değerleme çarpanları dikkate alınarak toplam şirket değeri tahmin edilmektedir. Bu yöntemde şirket değeri, Karşılaştırılabilir halka açık Şirketler ve daha önce satın alma işlemine konu olmuş şirketlere ait finansal verilerin analizi sonucu bulunmakta ve finansal büyüklüklerin katları olarak belirlenmektedir. Bu yöntemin kullanımındaki en büyük engel, birebir Karşılaştırılabilir Şirket ve İşlemlerin bulunmasında yaşanan zorluklardır.

Çates ile aynı sektörde faaliyet gösteren halka açık şirketler ve işlemler analiz edilmiştir. Şirket'in operasyonlarının Türkiye'de bulunması sebebiyle Türkiye'nin regülasyonlarını ve ekonomik konjonktürlerini içermektedir. Bundan dolayı yurtdışında bulunan halka açık şirketler karşılaştırılabilir değildir. Yurtiçinde bulunan halka açık şirketler ise halka arzlarının yakın dönemde gerçekleşmesinden dolayı operasyonel ve finansal verilerinin yeterli ve gösterge niteliğinde değerlendirilebilecek sonuç elde edilememektedir. **Sonuç olarak, Piyasa Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında dikkate alınmamıştır.**

Borsa Yaklaşımı

Aktif bir piyasadan elde edilebilecek fiyat bilgisinin değere yönelik anlamlı bir gösterge olabilecek olması nedeniyle, Çates için Borsa Yaklaşımı değerlendirme çalışmasında dikkate alınmıştır.

Borsa Yaklaşımı kapsamında değer hesaplanırken, Çates'in günlük işlem hacmine göre ağırlıklandırılmış ortalama hisse fiyatlarının son 1 aylık, 3 aylık, 6 aylık ve 1 yıllık hareketi analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, değer aralığı belirlenirken son 1, 3 ve 6 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatları kullanılarak borsa değeri hesaplanmıştır.

Fonksiyonel Para Birimi

Şirket'in ana gelir kalemi olan elektrik satışlarının birim fiyatının \$ cinsinden oluşması ve ana maliyeti olan kömür maliyetlerinin de birim fiyatının \$ cinsinden belirlenmesi sebebiyle değerlendirme çalışması para birimi \$ olarak dikkate alınmıştır.

Rapora İlişkin Genel Bilgiler (4/4)

Bağımsızlık

PwC ile bu projede çalışan danışman ve yöneticileri, Çates'in birleşme, satış ya da olası herhangi bir işleminden hiçbir maddi çıkar gözetmemektedir. Aynı şekilde, PwC'nin bu değerlendirme çalışması için alacağı ücret, bu değerlendirme çalışmasının sonuçlarına bağlı değildir. PwC'nin Çates ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkisi bulunmamaktadır.

Şirket'in yöneticileri ve çalışanları bu çalışmanın sonucunu etkileyebilecek konumdadırlar. Bu nitelikteki olası etkiler benzer değerlendirme çalışmalarında da görülmektedir. PwC, bu etkinin en aza indirgenmesi için aşağıdaki adımları uygulamaktadır:

- Bu çalışmada yer alan PwC danışmanları ve yöneticileri bağımsızlıklarını korumaktadır,
- Bu çalışmada kullanılan varsayımlar ve tahminlerde için 2025-2038 yılları arasındaki iş planı baz alınmış ve mümkün olduğunca Şirket Yönetimi ile üzerinde tartışılarak kullanılmıştır.

Değerleme Sonuçları

31 Aralık 2024 tarihi itibarı ile Çates'in toplam şirket değeri **170m \$ – 240m \$ (orta nokta 198m \$)** aralığında tahmin edilmektedir.

Değerleme Yöntemleri ve Sonuçları

Gelir Yaklaşımı: Çates'in gelecekteki nakit yaratma potansiyelini ve mevcut durumunu yansıtacağı beklentisi ile Gelir Yaklaşımı değerlendirilmiştir. Gelir Yaklaşımının toplam değeri belirlenirken I. ve II. senaryonun sonuçları dikkate alınmıştır.

Gelir Yaklaşımı kapsamında **31 Aralık 2024** tarihi itibarı ile Çates'in toplam şirket değeri **178m \$ - 197m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Borsa Yaklaşımı: Çates'in halka açık olması sebebiyle değerlendirilmesinde Borsa Yaklaşımı değerlendirilmiştir. Bu kapsamda Çates'in halka arz döneminden itibaren hisse fiyatlarının hareketi analiz edilmiştir. Yapılan analiz sonucunda, değer aralığı belirlenirken son 1, 3 ve 6 aylık ağırlıklı ortalama hisse fiyatları kullanılarak borsa değeri hesaplanmıştır.

Borsa Yaklaşımı kapsamında **31 Aralık 2024** tarihi itibarı ile Çates'in toplam şirket değeri **161m \$ - 282m \$** aralığında tahmin edilmektedir.

Sonuç olarak, her iki yaklaşım dikkate alındığında **31 Aralık 2024** tarihi itibarı ile Çates'in toplam şirket değeri **170m \$ – 240m \$ (orta nokta 198m \$)** aralığında tahmin edilmektedir.

