



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.
13 Kasım 2025

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

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 değerın 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 değerleme 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 değeri belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerleme 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 değerleme 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 tablolardaki belirli verilerin oranlarını karşılaştırmaya dayanan bir değerleme 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 değerleme 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 değerleme 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 örnekleminden 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 örneğine %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerleme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır.

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
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%		
Nihai Değer	299,3		57,15
Değer Çarpanları			
		2023/6	2023 T
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 2025 yılının ilk dokuz ayında ilişkin tahmini veriler ve aynı dönemde gerçekleşen veriler aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

(Milyon TL)	Fiyat Tespit Raporu 2025 Q3 Yıl Sonu Tahmin Edilen	Gerçekleşen- TMS 29 Hariç	Gerçekleşme Oranı (%) - TMS 29 Hariç	Gerçekleşen- TMS 29 Dahil	Gerçekleşme Oranı (%) - TMS 29 Dahil
Toplam Gelirler	5.165	4.250	82%	4.621	89%
<i>Elektrik Satış Gelirleri</i>	<i>5.135</i>	<i>4.196</i>	<i>82%</i>	<i>4.564</i>	<i>89%</i>
<i>Diğer Gelirler</i>	<i>30</i>	<i>54</i>	<i>179%</i>	<i>57</i>	<i>190%</i>
Satışların Maliyeti + Operasyonel Giderler (*)	(3.412)	(3.343)	98%	(3.730)	109%
FAVÖK	1.753	907	52%	891	51%

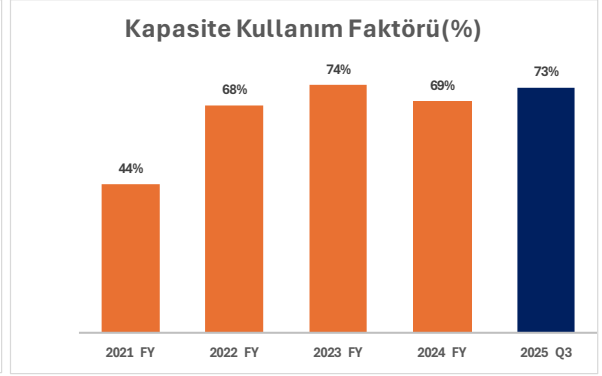
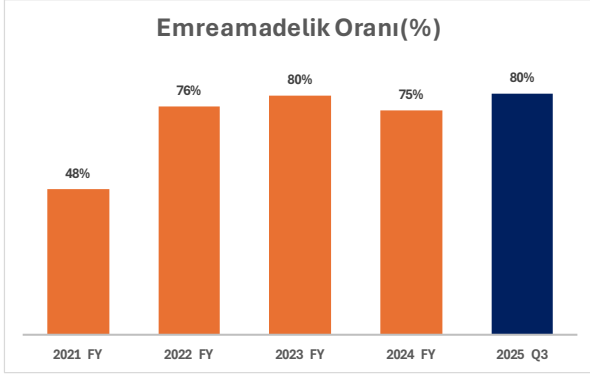
(*) Amortisman ve itfa giderlerinden arındırılmış şekilde hesaplanmıştır.

2025 yılının ilk dokuz ayında 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 emreanadelik ve kapasite oranı yakalamasını sağlamaktadır.



8. Sonuç ve Değerlendirme

Şirket 01.01.2025-30.09.2025 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 projeksiyonunu sektörel ve makroekonomik gelişmeler sebebiyle yakalayamamıştır. 2025 yılının ilk dokuz ayında elektrik satış fiyatları tahminlerin altında gerçekleşmiştir. Şirket'in sahip olduğu santralin gerçekleştirdiği son 12 aylık üretim miktarı, Fiyat Tespit Raporu'nda sunulan yıllık üretim beklentisi ile uyumludur. Şirket 01.10.2024-30.09.2025 tarihleri arasındaki 12 aylık dönemde 1.977 GWh brüt elektrik üretimi yapmış olup, aynı dönem için Fiyat Tespit Raporu'ndaki brüt üretim projeksiyonu 2.003 GWh olmuştur. Fiyat tespit raporu ile gerçekleşen EBITDA farkı, büyük oranda elektrik satış fiyatından kaynaklanmaktadır.

Saygılarımızla,

DENETİM KOMİTESİ

Ayben KOY
Başkan
(Asıllarında imza vardır.)

Kemal USLU
Üye
(Asıllarında imza vardır.)