



Çates Elektrik Üretim Anonim Şirketi

Fiyat Tespit Raporu

11 Eylül 2023



İçindekiler

Sayfa

• Kısaltmalar	3
• Raporun Amacı & Etik İlkeler	4
• Yönetici Özeti	6
• Temel Yatırım Unsurları	9
• Riskler	10
• Şirket Profili	11
• Satışlar	15
• Finansal Analiz	16
• Değerleme Yöntemleri	24
• İndirgenmiş Nakit Akışı	25
• Piyasa Çarpanları	43
• Nihai Değer	46
• Sektör	47

KISALTMALAR**Kısaltma**

A.Ş.	Anonim Şirket
AB	Avrupa Birliği
A.B.D.	Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları, USD	Amerika Birleşik Devletleri'nin resmi para birimi
AOSM	Ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti
AR-GE	Araştırma ve geliştirme
ÖBDR	Özel Bağımsız Denetim Raporu
BİST	Borsa İstanbul
CEO	İcra Komitesi Başkanı
CRR	Sermaye Yeterlilik Oranı (Toplam Yatırım/Satış)
EBITDA	FAVÖK-Faiz Vergi Amortisman Öncesi Kar
EBIT	Esas Faaliyet Karı
EPDK	Enerji Piyasası Denetleme Kurulu
EÜAŞ	Enerji Üretim Anonim Şirketi
EV	Firma Değeri
EVA	Ekonomik Katma Değer
FVFM	Finansal Varlıkları Fiyatlama Modeli
GSYH	Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
İNA	İndirgenmiş nakim akımları
Info Yatırım	Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Kurul, SPK	Sermaye Piyasası Kurulu
KKO	Kapasite Kullanım Oranı
M.D.	Mevcut Değil
PTF	Piyasa Takas Fiyatı
ROA	Aktif Karlılık
ROIC	Yatırımın Getirisi
ROE	Özkaynak Getirisi
SGK	Sosyal Güvenlik Kurumu
SMM	Satılan Malın Maliyeti
TEİAŞ	Türkiye Elektrik İletim Anonim Şirketi
TL	Türk Lirası
TTK	Türkiye Taşkömürü Kurumu
YBBO	Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

RAPOR ÖZETİ

Raporun Amacı

Bu rapor, Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Info 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.

Etik İlkeler

İşbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i uyarınca Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.

Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.

Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamıştır.

Önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görev kabul edilmemiştir. Değerleme projesi gizlilik içerisinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.

Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.

Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız ve objektif tavsiyelere bağlı değildir.

Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Şartlar

Değerlememizde kullanılan veriler, Şirket adına Güney Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik A.Ş. (Ernst & Young) (2020-2021-2022-2023/06) tarafından hazırlanan bağımsız denetim raporuna, kamuya açık olan kaynaklardan elde edilen bilgilere, Bloomberg-Finnet-Rasyonet veri tabanına, talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilere ve diğer verilere dayanmaktadır.

Info Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmamıştır.

Değerleme çalışmasına esas teşkil etmek üzere Info Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Farklı tarihlerdeki finansal verilerle değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki, vergisel ve finansal durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Değerlemesi Yapılacak Varlık

Yapılan değerlendirme kapsamında Şirket paylarının tamamının değeri bulunarak 1 TL nominal değerli payın değeri hesaplanmıştır.

Değerleme Tarihi & Rapor Tarihi

Değerleme tarihi 6 Eylül 2023 olup rapor tarihi 11 Eylül 2023'tür.

Değerleme Para Birimi

Yapılan değerlendirme çalışmasında para birimi olarak ABD doları kullanılmıştır.

Değer Esası

Değerleme görevinin koşulları ve amacına uygun şekilde değer esası olarak Pazar Değeri dikkate alınmıştır.

Uluslararası değerlendirme standartları uyarınca Pazar Değeri, bir varlık ya da yükümlülüğün, uygun pazarlama faaliyetleri sonucunda, istekli bir satıcı ve istekli bir alıcı arasında, tarafların bilgili ve basiretli bir şekilde ve zorlama altında kalmaksızın hareket ettikleri muvazaasız bir işlem ile değerlendirme tarihi itibarıyla el değiştirmesinde kullanılması gerekli görülen tahmini tutardır.

Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar Başlığının F Maddesinin 9. Maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, Şirket Değerleme Raporu'nun bir parçası olan bu raporda yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Fiyat Tespit Raporunun Hazırlanışı

İşbu fiyat tespit raporu Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanmıştır. Aynı bir kurumsal finansman bölümüne sahip olan, halka arza aracılık ve yatırım danışmanlığı faaliyetlerinde bulunma izinlerinin her ikisine birlikte sahip olan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sermaye Piyasası Kurulu'nun ilgili kararına istinaden gayrimenkul dışındaki varlıklara ilişkin değerlendirme hizmeti verebilmektedir. Sermaye Piyasası Kurulu'nun 06/10/2022 tarih ve 58/1477 sayılı kararında açıklandığı üzere Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar listesinde yer almaktadır. İşbu değerlendirme raporu Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği üyelerinin birbirleri ve müşterileri ile olan iş ve diğer ilişkilerinde uyacakları meslek kuralları ve etik ilkeleri belirleyen Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları'nda belirtilen etik ilkelere uygun olarak hazırlanmıştır. Fiyat tespit raporunu hazırlayan Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirebilmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahip personeli istihdam etmektedir. İşbu fiyat tespit raporunu hazırlayan ekip 15 yılın üzerinde kurumsal finansman ve danışmanlık tecrübesine ve Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 ve türev lisansına sahibi Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. kurumsal finansman yöneticileri Hüseyin Güler ve Temur Kayhan tarafından yönetilmiştir. Ekip liderleri değerlemeyi tarafsız, yansız ve profesyonelce gerçekleştirmek için gerekli niteliklere, kabiliyete ve deneyime sahiptir.

ÇATES FİYAT TESPİT RAPORU

Çankırı Yatırımı, Döviz Deyarlı Gelir ve Lojistik Avantaj

1 2014 yılında varlık devri yapıldı. Şirket, Zonguldak bölgesinden elde edilen kömürün değerlendirilerek elektrik üretiminde kullanılması amacıyla kurulmuş ve 2013 yılında özelleştirme kapsamına alınan Çatalağzı Termik Santrali 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığının açtığı ihale sonrasında varlık satışı yoluyla EÜAŞ'tan iktisap edilmiştir. Santralin ilk fazı 1948 yılında devreye alınmış; daha sonra 1989 ve 1991'de ikinci faz devreye alınmıştır. Şirket'in 2014 yılında başlamak üzere 49 yıllığına elektrik üretim lisansı bulunmaktadır. Şirket, Çates Elektrik Üretim A.Ş. unvanı ile Eylül 2014'te 100.000 TL sermayeyle tek pay sahibi Bereket Enerji Üretim A.Ş. olarak kurulmuştur. Ünite 1 ve Ünite 2 için sırasıyla 1989 ve 1991 yılında tamamlanan santral, 2x157,34 MWe olmak üzere toplamda 314,68 MWe gücünde olan iki üniteden oluşmaktadır. Çatalağzı Termik Santrali, ülkenin ilk termik santralidir. Türkiye Taş Kömürü Genel Müdürlüğüne bağlı olan Çatalağzı ve Zonguldak bölgesinden elde edilen kömür, kül oranı yüksek ve yıkama artıklarından oluşmaktadır.

2 Çankırı ve İnağzı maden saha yatırımı. Şirket kömür tedarikinde sürekliliği sağlamak ve birim maliyetleri aşağı çekmek için 2022 ve 2023/06'da toplamda 162 mn TL olmak üzere 2 maden sahası yatırımı yapmıştır. İnağzı için sadece ruhsat alınırken Çankırı sahası için ruhsata ek olarak tesis yatırımı da tamamlanmıştır. 10 yıllığına ruhsatı alınan Çankırı'da 31 mn ton kömür rezervi bulunmaktadır. Ruhsat süresinin sonunda Şirket'in süreli uzatma hakkı bakidir. İlgili yatırımın etkisiyle 2024 yılında birim kömür maliyetlerinin gerilemesi ve Şirket'in EBITDA marjının artacağı öngörülmektedir. 2024 yılında lojistik avantajı nedeniyle maliyeti düşük TTK payının artacak olması ve yüksek ortalama kurun da etkisiyle EBITDA'da TL bazlı kayda değer bir büyüme beklenmektedir.

3 Entegre bir grubun parçası ve santral yapısı. Şirket, dağıtım, üretim, toptan satış segmentinin olduğu önemli bir grupta yer aldığı için benzerlerine göre daha düşük dengesizlik maliyetine maruz kalabilmektedir. Grupta yenilebilir enerji şirketleri, Yatağan Termik santrali ve Ege Bölgesinin dağıtım şirketleri yer almaktadır. Entegre bir grupta yer alınması sektörün dinamiklerinin daha iyi okunmasını beraberinde getirebilmektedir. Zonguldak'ta Türkiye Taş Kömürü Kurumu'nun bulunması sebebiyle kömür ihtiyacının önemli bir kısmı taş kömüründen sağlanmaktadır. Türkiye'de birkaç tane taş kömürüne dayalı santral olup Çates bunlardan bir tanesidir. Taş kömürüne dayalı santrallerde kömürün kalorifik değeri linyit santrallere göre daha yüksek olduğu için enerji verimliliği yüksektir.

4 Değerleme. Şirket değerlemesi için İNA ve piyasa çarpanları yaklaşımları kullanılmış ve 299,3 mn \$ halka arz değeri tespit edilmiştir. Belirlenen değer 2023/06 gerçekleşen EBITDA ve net kar rakamlarına göre 5,5x EV/EBITDA ve 11,7x F/K çarpanlarına işaret etmektedir. Şirket gelirlerinin tamamına yakınının döviz korele olması ve Temmuz 2023 kur hareketinin tam etkisinin 2024'e yansıyacak olması, Çankırı yatırımı ile 2024'te marjların artacak olması, Şirket'in katma değerli ve stratejik bir sektörde faaliyet gösteriyor olması ile sermaye gerekliliği anlamında sektöre giriş bariyerinin yüksek olması ve sektördeki referanslara göre cazip çarpanlara sahip olması nedeniyle tespit edilen nihai değerin makul olduğu kanaatindeyiz.

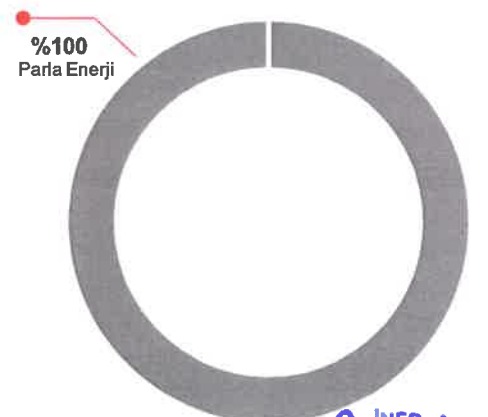
Gelir Tablosu (mTL)	2022	2023T	2024T
Net Satışlar	3.352	4.269	6.063
EBITDA	1.068	1.416	2.099
EBITDA Marjı	31,8%	33,2%	34,6%
Net Kar	294	m.d.	m.d.

Değer	mTL
Piyasa Değeri	8.024
Net Borç (2023/06)	2.443
Firma Değeri	10.467
Bilanço (mTL)	2023/06
Dön. Varlıklar	1.457,5
Duran Varlıklar	6.208,7
Aktifler	7.666,2
Kısa Vad. Yük.	2.720,1
Uzun Vad.Yük.	1.281,2
Özkaynak	3.664,8
Finansal Borç	2.509,0

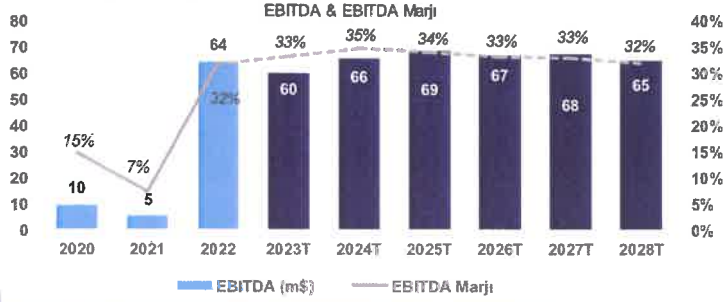
Değer Çarpanları	\$
EV/EBITDA-23/06	5,5x
F/K-23/06	11,7x
PD/DD-23/06	2,1x
EV/Satış-23/06	1,9x
Net Borç/EBITDA-23/06	1,8x

Piyasa Çarpanları	EV/EBITDA-23/06-\$
Çan	7,5x
İzdemir	14,9x
Yurtdışı Çarpanlar	9,1x
BİST Termik	7,5x
Yenilebilir Enerji	9,9x
GES	13,0x

Ort. Yapısı (2023/06)

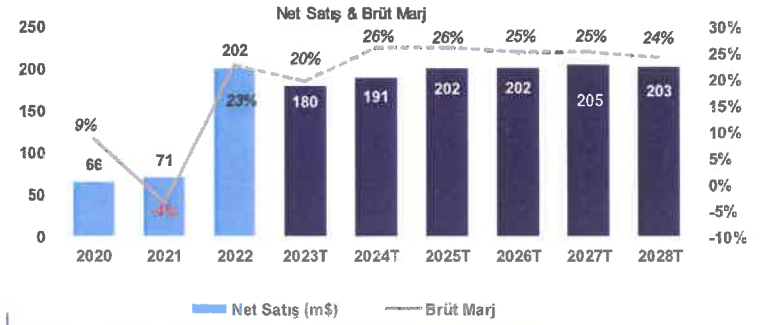


Grafik:1 2024 yılında Çankırı tesisinin devreye girmesi ve lojistik maliyeti düşük TTK tedarikinin kömür hacmindeki payının artması ile EBITDA marjında artış beklenirken sonraki yıllarda marjın 2023 yılı seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır...



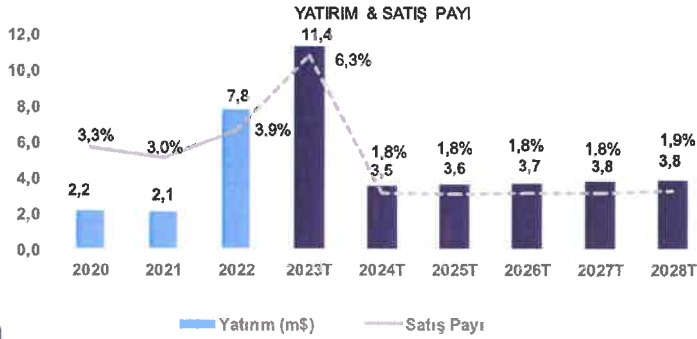
Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:2 2023 yılında elektrik fiyatlarındaki normalizasyonla net satışlarda gerileme beklenirken 2024 yılında Çankırı'nın devreye girmesi ile brüt marjda artış öngörülmektedir...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

Grafik:3 2022 ve 2023'te Şirket bakım dışı yatırımlarını büyük oranda tamamladığı için 2024 ve sonrası sadece bakım yatırımları bütçelenmiştir...



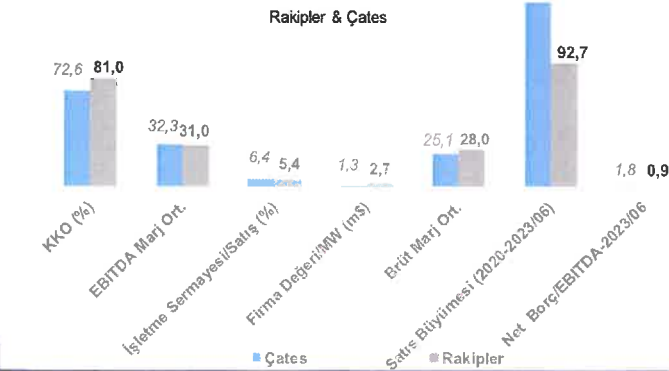
Kaynak: Info & Şirket Tahminleri

Grafik:4 Şirket gelirlerinin önemli bir kısmı elektrik satışından oluşmaktadır...



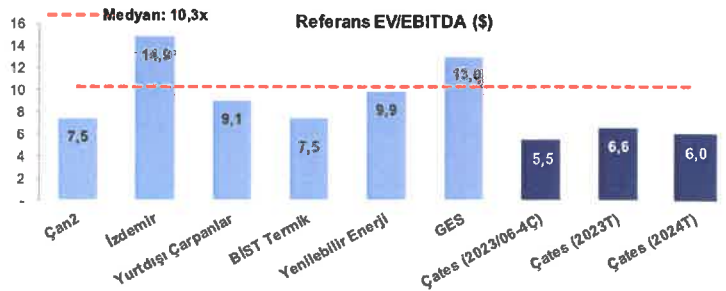
Kaynak: Şirket, PFK ve dengesizlik geliri elektrik geliri olarak sınıflanmıştır.

Grafik:5 Şirket'in MW başı firma değeri borsadaki rakipleri olan İzener ve Çante'nin ortalama verisinin yarısı olarak tespit edilmiştir...



Kaynak: Finnet

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Değerleme

Halka arz iskontosu öncesi 374,1 mn \$ adil piyasa değeri elde edilirken halka arz iskontosu sonrası 299,3 mn \$ değere ulaşılmıştır. 6 Eylül 2023 tarihli kapanış USD/TL kuru olan 26,80'e göre piyasa değeri 8.024 mn TL ve pay başı fiyat 57,15 TL olarak belirlenmiştir. 2023 başında PwC tarafından santral için bulunan değer ise 330 mn dolardır.

İNA'dan hesaplanan değere %60; Yurtdışı benzerler, BİST Termik ve Çan Termik çarpanlarından gelen değere sırasıyla %10, 30 ve %0 ağırlık verilmiştir

Halka arz fiyatı ile belirlenen Şirket değeri, 2023/06'da gerçekleşen EBITDA ve net kar verilerine göre 5,5x EV/EBITDA ve 11,7x F/K çarpanlarına işaret etmektedir.

MW başı firma değeri 1,25 mn dolar

Değerleme Özeti

%20 halka arz iskontosu. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %60 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerde dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir. Yurtdışı çarpanlara ek olarak yurtdışında 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 olmasına rağmen tek örneklem olması sebebiyle Çan Termik değerine ağırlık verilmemiştir. Farklı ülke risklerine tabi olmaları nedeniyle yurtdışı benzerlere %10 ağırlık verilirken BİST Termik örnekleminde %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Şirket için halka arz iskontosu sonrası **299,3 mn \$ piyasa değeri (8.024 mn TL) ve pay başı 57,15 TL** değer tespit edilmiştir. Bulunan değer dolar bazlı **5,5x EV/EBITDA** ve **11,7x F/K** çarpanlarına işaret ederken enerji sektöründeki tüm göstergelere göre daha düşük bir çarpana ulaşılmıştır. Son dönemde halka arz olan kömürden elektrik üreten İzdemir Enerji'nin dolar bazlı EV/EBITDA çarpanı 14,9x seviyesinde seyrederken 2021 yılında halka arz olan ve kömürden elektrik üreten Çan Termik'te ilgili çarpan 7,5x seviyesindedir.

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başı Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	309,1	60,0%	59,02
Çan2	440,0	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	2023/06	2023T
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.

Referans Değerler

Şirket için bulunan değer Çan ve İzdemir gibi kömürden elektrik üreten şirketler ve termik örneklemin oldukça altında EV/EBITDA çarpanına işaret ederken MW başı firma değeri İzdemir ve Çan'da sırasıyla 3,4 mn dolar ve 2,0 mn dolar seviyesinde seyrederken Şirket için bulunan MW başı firma değeri 1,25 mn dolardır.

Temel Yatırım Unsurları

Şirket, düşük borçluluk, sade bilanço yapısı, maliyetleri düşürücü maden yatırımı ve lojistik avantajı ile önemli bir konumda yer alıyor

Türkiye'nin ilk termik santrali

Türkiye'de birkaç tane taş kömürüne dayalı santrallerden bir tanesi

Santral hammaddenin de bulunduğu Zonguldak'ta yer alıyor

Aydem Grubunda yenilebilir enerji, dağıtım şirketleri ve Yatağan termik santral bulunmakta

Çankırı maden ruhsatı 10 yılına alınırken süre sonunda uzatma hakkı Şirket'te bulunmakta

Değerleme görüşü. Enerji gibi tüm sektörlerin can damarı olan stratejik bir sektörde yer alınıyor olunması, Türkiye'nin ilk termik santrali olması, taş kömürüne dayalı üretimde yüksek kalorifik değer nedeniyle güçlü enerji verimliliği, Şirket tesislerinin hammaddeye oldukça yakın olması sebebiyle sağlanan lojistik avantaj, baz yük olunması sebebiyle dengeleyici bir pozisyonda bulunulması, entegre bir grubun parçası olunmasının sağladığı tecrübe, 2022 ve 2023'te yapılan maden ruhsat ve tesis yatırımları ile tedarik sürdürülebilirliğinin sağlanması ve düşecek olan birim maliyetler, dövizle endeksli gelir nedeniyle Şirket'in dolar bazlı bir varlık olmasının doğal bir sonucu olarak kurdaki artıştan olumlu etkilenmesi, üretimde düşük volatilite ve sade bilanço ve şirket yapısı, düşük Net Borç/EBITDA rasyosu ve cazip değerleme çarpanları Şirket'i yatırım için ön plana çıkarmaktadır.

Stratejik sektör. Rusya-Ukrayna savaşı sonrası enerji darboğazı tüm dünyada elektrik fiyatlarını artırırken benzer durum borsa şirketlerinin piyasa değerine de yansımıştır. Enerji sektöründeki şirketlerin gelirleri dolara endeksli olması ve stabil üretim seviyeleri nedeniyle dolar bazlı ürün olarak görülmekte ve dolardaki artışa karşı yatırımcıları enflasyon ve kur yükselişine göre korumaktadır. Sanayideki tüm sektörler ve ülke ekonomik büyümesinin enerji sektörüne bağımlı olması da sektörü ön plana çıkarmaktadır.

Santral özellikleri. Çates'in termik santrali Türkiye'nin ilk termik santrali olup Zonguldak'ta kurulmuştur. Zonguldak'ta Türkiye Taş Kömürü Kurumu bulunması sebebiyle kömür ihtiyacının önemli bir kısmı taş kömüründen sağlanmaktadır. Türkiye'de birkaç tane taş kömürüne dayalı santral olup Çates bunlardan bir tanesidir. Taş kömürüne dayalı santrallerde kömürün kalorifik değeri linyit santrallere göre daha yüksek olduğu için enerji verimliliği yüksektir. Bu durum EBITDA marjına olumlu yansımaktadır.

Düşük volatilite. Santralin baz yük olması üretimde stabilite sağlamaktadır. Birçok HES ve RES rüzgar ve yağmur gibi verilere dayalı olması sebebiyle KKO'da volatiliteye maruz kalırken kömürden üretim yapan santrallerde üretim çok daha belirgindir. Santralin hammaddesinin yerli kömüre dayanması ulusal politikalara uygundur. Şirket 2022 yılında yüksek kapasitesi ve yerli kömürden üretim yapması nedeniyle devletten teşvik kazanmıştır.

Lojistik avantaj. Şirket kömür hammaddesinin yarısına yakını Türkiye Taş Kömürü Kurumundan tedarik etmektedir. TTK'nın bir devlet kurumu olması hem fiyatları özel rödevansçılara göre daha ucuz kılmakta hem de TTK'nın kömürünün kalorifik değerinin yüksek olması üretim verimliliği sağlamaktadır. Ayrıca tek bir tedarikçi ile çalışmak kalorifik değerde paçallama durumunu kolaylaştırmaktadır. Ayrıca Çates santralinin Zonguldak'ta olması sebebiyle TTK'ya yakın olunması önemli bir lojistik avantaj sağlamakta ve bu durum marjlara olumlu yansımaktadır.

Entegre bir grubun parçası. Şirket, dağıtım, üretim, toptan satış segmentinin olduğu önemli bir grupta yer aldığı için benzerlerine göre daha düşük dengesizlik maliyetine maruz kalabilmektedir. Grupta yenilebilir enerji şirketleri, Yatağan Termik santrali ve Ege Bölgesinin dağıtım şirketleri yer almaktadır. Entegre bir grupta yer alınması sektörün dinamiklerinin daha iyi okunmasını beraberinde getirebilmektedir.

31 mn ton kömür rezervi bulunan Çankırı yatırım. Çankırı ve İnağzı ruhsat ve tesis yatırımları için 2022 ve 2023/06'da toplamda 162 mn TL yatırım yapılmıştır. Çankırı ruhsatının tesis yatırımı da tamamlanmış olup ilgili madende 31 mn ton kömür rezervi bulunmaktadır. İnağzı'na cari durumda herhangi bir tesis yapılmasa da ruhsat satın alınmıştır. Çankırı tesis yatırımı ile 2024 yılına birim maliyetlerin düşmesi ve EBITDA marjının yükselmesi beklenmektedir.

Riskler***Hammadde tedariki ve çevreci yaklaşımlar nedeniyle oluşan finansman zorluğu temel riskler***

Nükleer santral. 2025 yılında nükleer santralin devreye girmesi ile elektrik fiyatlarının belirli bir dönem baskı altında olacağı beklenmektedir. Bu durum modelde dikkat alınmış olsa da beklenenden daha fazla bir etki söz konusu olabilir.

Hammadde riski. Pandemi ve emtialarda yüksek fiyat artışlarının olduğu 2020 ve 2021'de TTK'dan taş kömürü tedarikinde sıkıntılar yaşanmıştır. Bu durum Geçmişte düşük KKO'nun sebepleri arasında yer almaktadır. Şirket bu riski hedge etmek adına 2022'de ithal kömür tedarikine de başlarken 2023 yılında yapılan Çankırı maden sahası yatırımı ilgili riski azaltacaktır. Şirket baz yük olması sebebiyle hammadde tedarik ettiği zaman üretim yapabilmektedir.

Çevre duyarlılığı. AB'de yeşil enerjinin desteklenmesi amacıyla kömür santrallerine finansman erişiminde kısıtlamalar bulunmaktadır. Türkiye'nin Paris anlaşmasını imzalaması durumunda termik santrallerin kısıtlanma ihtimali ortaya çıkabilecektir. Çevreye zarar vermesi sebebiyle kömür santrallerinin yerine yenilebilir enerji santrallerine tüm dünyada olduğu gibi Türkiye'de de teşvikler bulunmaktadır.

Şirket Profili

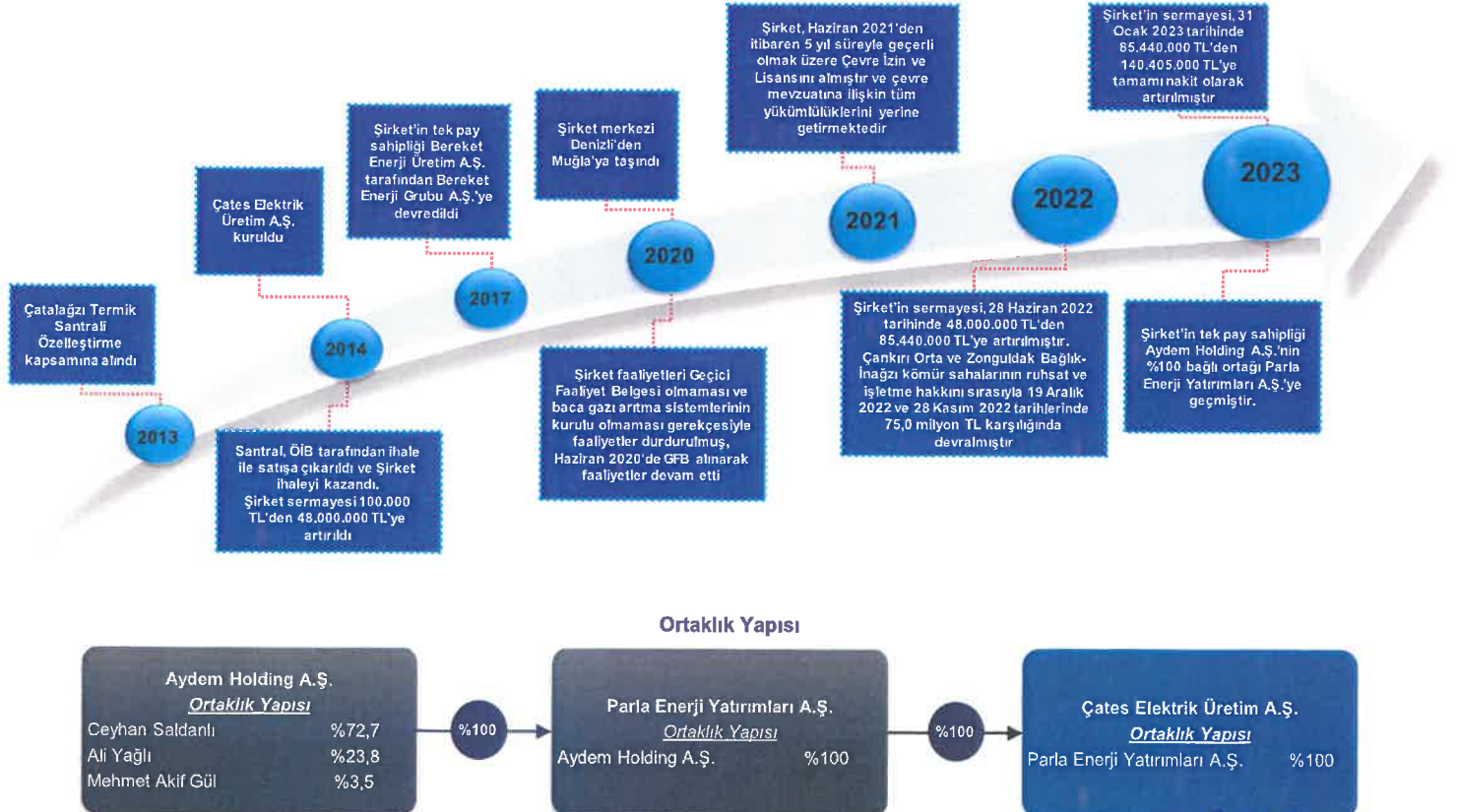
Ocak 2023'te Şirket'in tek pay sahipliği Aydem Holding A.Ş.'nin %100 bağlı ortağı Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'ye geçmiştir

Çatalağzi Termik Santral Zonguldak ilinin Çatalağzi ilçesine 3 km uzaklıkta, 1.017.246 m²'lik alan üzerinde kurulu olup kurulu gücü 314,68 MWe'dir

Çatalağzi Termik Santrali, 2x157,34 MWe olmak üzere toplamda 314,68 MWe gücünde olan iki üniteden oluşmaktadır

2014'te kuruldu. Şirket, esas sözleşmesinin "Amaç ve Konu" başlıklı 3. maddesine göre; EPDK'dan gerekli durumlarda lisans almak kaydı ile her türlü enerji kaynağının elektrik enerjisine dönüştürülmesi için her tür elektrik enerjisi tesisinin kurulması, işletilmesi, işletmeye alınması, kiralanması elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitesinin yürürlükteki mevzuata göre müşterilere satışı ile mühendislik hizmetleri verilmesiyle iştigal etmektedir. 2013 yılında özelleştirme kapsamına alınan Çatalağzi Termik Santrali, 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından varlık devri yoluyla ihale ile satışa çıkarılmış olup Özelleştirme İdaresi Başkanlığı tarafından düzenlenen ihalenin kazanılması ile Çatalağzi Termik Santrali ve bu santralde kullanılan taşınmazlar, varlık satışı yoluyla EÜAŞ'tan iktisap edilmiştir. 2014 yılından itibaren bugüne kadar Çatalağzi Termik Santrali, Şirket bünyesinde işletilmektedir. Şirket, Çates Elektrik Üretim A.Ş. ünvanı ile Eylül 2014'te 100.000 TL sermayeyle tek pay sahibi Bereket Enerji Üretim A.Ş. olarak kurulmuştur. Şirket, devreye alma çalışmaları Ünite 1 ve Ünite 2 için sırasıyla 1989 ve 1991 yılında tamamlanan Santral, 2x157,34 MWe olmak üzere toplamda 314,68 MWe gücünde olan iki üniteden oluşmaktadır. Santral'daki 1. Ünite, 1990 yılında ve 2. Ünite, 1991 yılında ticari işletmeye (sisteme elektrik verme) başlamıştır. Şirket, Zonguldak bölgesinden elde edilen kömürün değerlendirilerek elektrik üretiminde kullanılması amacıyla kurulmuş ve 2014 yılında Özelleştirme İdaresi Başkanlığının açtığı ihale sonrasında varlık satışı yoluyla iktisap edilmiştir. Şirket'in 2014 yılında başlamak üzere 49 yıllığına elektrik üretim lisansı bulunmaktadır. Özelleştirme öncesinde santral EÜAŞ bünyesinde faaliyet göstermiştir. Şirket, 18 Aralık 2014 tarihli EÜ/5358-1/03178 numaralı elektrik üretim lisansı ile çeşitli maden ve kömüre dayalı çalışan termik santral üzerinden elektrik enerjisi üretmekte ve satmaktadır. Söz konusu lisans 22 Aralık 2063 tarihine kadar geçerlidir. Çatalağzi Termik Santrali, ülkenin ilk termik santralidir. Türkiye Taş Kömürü Genel Müdürlüğüne bağlı olan Çatalağzi ve Zonguldak bölgesinden elde edilen kömür, küllü oranın yüksek ve yıkama atıklarından oluşmaktadır. Söz konusu kömür, enerji üretimi açısından termik santraller için nemi düşük kömürlerle paçallanıp kullanıma uygun hale getirilerek kullanılmakta ve Santral'in önemli bir kaynağını oluşturmaktadır. Santral'de, Çatalağzi ve Zonguldak kömür yıkama tesisinden gelen miks, şlam, tüvenan, bölge dışından linyit, hafif şist karışımı ve ihtiyaç duyulması halinde yakılan kömürün zenginleştirilmesi için ithal kömür yakılmaktadır. Santralin günlük kömür sarfiyatı bir ünite için yaklaşık 2.800 ton olup 1 kWh enerji üretimi için 2.530 kcal/kg enerji harcanmaktadır.

Tek pay sahibi Parla Enerji Yatırımları A.Ş. Şirket paylarının %100'üne karşılık gelen 140.405.000 TL tutarındaki sermayenin tamamı Aydem Holding A.Ş.'nin %100 bağlı ortaklığı olan Parla Enerji Yatırımları A.Ş.'ye aittir.



Şirket Profili

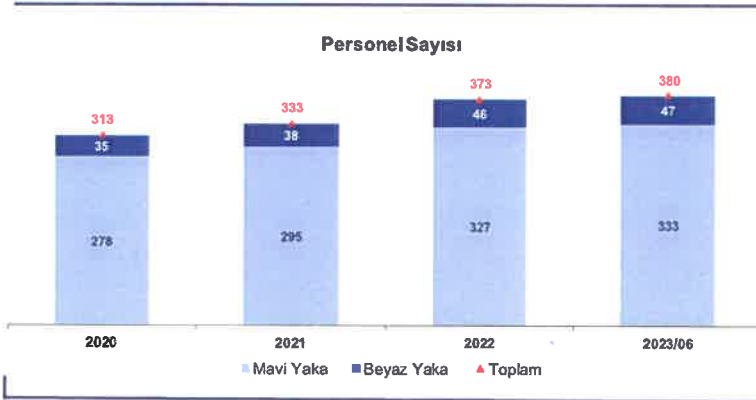
Haziran 2023 itibarıyla 380 personelin 333'ü mavi yakalı, 47'si beyaz yakalıdır

Çatalağzı Termik Santrali'nde 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 bırakılması ile akuple olan generatörün ikazlanmasıyla gerçekleşir

Personel sayısı. 30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'te 380 personelin 18'i mühendis, 29'u idari personel, 172'i işletme teknisyeni ve 161'i bakım teknisyeni olarak çalışmaktadır. İlgili dönemlerde personel sayısında meydana gelen değişiklikler eksik personellerin tamamlanmasından kaynaklanmaktadır. 30 Haziran 2023 itibarıyla Şirket'in 333 personeli sendika üyesidir.

Santral ekipmanları ve üretim süreci. Santral ekipmanı olarak tekrar kızdırıcılı, tek ocaklı, domlu tabii kazan; iki silindirli, çift egzozlu, tekrar kızdırıcılı hatlı, kondenserli türbin; hidrojen soğutmalı, 3 fazlı generatör bulunmaktadır. Kazan, kömürün yakılarak saf suyun kızgın buhara dönüştürülmesi için gerekli enerjinin elde edildiği prosestir. Türbin, kızgın buharın türbini 3.000 de/dk döndürmesiyle akuple olan generatörün döndürülmesini sağlamaktadır. Generatör, akuple olduğu türbinle beraber 3.000 de/dk döndürülürken rotorunun ikazlanmasıyla enerji üreterek enterkonekte sisteme iletilmek üzere step-up trafosunu beslemektedir. Santral'de, yakılacak kömür TTK Çatalağzı Müessesesinden konveyör bant yoluyla, Kozlu ve Üzülmüş Müesseselerinden Türkiye Cumhuriyeti Devlet Demiryolları (TCDD) vagonları ile ve Özel rödovans firmalarından kamyonlar vasıtasıyla tedarik edilmektedir. Santral'in günlük ortalama kömür ihtiyacı 2 ünite için toplam 5.600 ton/gün olup, yıllık ihtiyaç yaklaşık 1.650.000 ton/yıldır. Santralin kömür stok sahası kapasitesi 170.000 tondur. Çates; miks, şlam, tüvenan, bölge dışından linyit, hafif şist karışımı ve ihtiyaç duyulması halinde yakılan kömürün zenginleştirilmesi için ithal kömürler kullanılarak elektrik üretimi gerçekleştirilmektedir.

Elektrik aktarımı. Şirket'in santrali ulusal şebekeye Yeniçates TM, 154 kV'dan bağlıdır ve ürettiği elektriği iletim hatlarıyla sisteme aktarmaktadır. Çatalağzı Termik Santrali'nde üretilen elektrik enerjisi enerji nakil hattı yardımıyla Çatalağzı trafo merkez barasına taşınır, baradan Çaycuma Safranbolu, Zonguldak Ereğli, Bartın-Cide hatları üzerinden ayrıca Çatalağzı trafo merkezinde bulunan Ereğli ve Çaycuma-Karabük hatları üzerinden yük tevzi merkezlerine iletilir. Santral'in bu şekilde çalışabilmesi için Şirket'in öncelikli TEİAŞ ile sistem bağlantı anlaşmaları ve sistem kullanım anlaşması bulunmaktadır.



Santral Ekipmanları	
Kazan	
Açıklama	Tekrar kızdırıcılı, tek ocaklı, domlu tabii sırtkısıyolu kazan. (Kazan, kömürün yakılarak saf suyun kızgın buhara dönüştürülmesi için gerekli enerjinin elde edildiği proses. Markası: Transelektro)
Kapasite	480 t/k
Buhar Sıcaklığı	535 °C
Buhar Basıncı	139,5 kg/cm2
Türbin	
Açıklama	İki silindirli, çift egzozlu, tekrar kızdırıcılı hatlı, kondenserli türbin. (Kızgın buharın türbini 3.000 de/dk döndürmesiyle akuple olan generatörün döndürülmesini sağlar. Markası Mitsubishi'dir.)
Kapasite	157.340 kW/h
Buhar Basıncı	135 kg/cm2
Sıcaklığı	535 °C
Dönme Hızı	3.000 d/d
Generatör	
Açıklama	Hidrojen soğutmalı, 3 fazlı generatör. (Akuple olduğu türbinle beraber 3.000 de/dk döndürülürken rotorunun ikazlanmasıyla enerji üreterek enterkonekte sisteme iletilmek üzere step-up trafosunu beslemektedir. Markası Mitsubishi'dir)
Kapasite	180 MVA
Çıkış Gerilimi	15 KV
Frekansı	50 Hz

Santralin Kurulu Olduğu Şehir/İlçe	Lisans Numarası	Lisanslı Kurulu Güç	Lisans Düzenleme Tarihi	Düzenleme Tarihinden İtibaren Lisans Süresi	İşletmeye Alınma Tarihi
Zonguldak / Çatalağzı	EÜ/5358-1/03178	314,68 MWe/319,6 MWm	18.12.2014	49	22.12.2014

	2020	2021	2022	2022/06	2023/06
Kurulu Güç (MWe)	314,68	314,68	314,68	314,68	314,68
Brüt Üretim Miktarı (MWh)	1.233.763	1.219.382	1.867.412	823.437	932.956
Kapasite Kullanım Oranı	45%	44%	68%	60%	68%

Yönetim Kurulu

Aydem Holding A.Ş.
(temsilcisi
Hamdi Alp)
YK Başkanı

- Trakya Üniversitesi Kamu Yönetimi bölümünden lisans derecesine sahiptir. Alp, kariyerine Ocak 2001 – Aralık 2004 arasında Reysas Gıda A.Ş.'de Maliyet Kontrol Şefi olarak başlamıştır. Temmuz 2005 – Ekim 2006 tarihleri arasında Bütçe ve Maliyet Kontrol Uzmanı olarak Dünya Göz Hastanesi'nde; Ekim 2006'dan Temmuz 2009'a kadar Mali İşler Grup Müdür Yardımcısı olarak Medical Park Hastanesi'nde çalıştı. Devamında Temmuz 2009'dan Ekim 2016'ya kadar Akfel Holding'te Mali İşler Müdürlüğü görevini üstlendi ve Kasım 2016 – Mayıs 2018 tarihleri arasında Isystems Endüstri'de Mali İşler Direktörlüğü yaptı. 2018'de Aydem Holding'de Mali İşler Grup Müdürü görevine gelen Alp, 2019'da Aydem Yenilenebilir Enerji Mali İşler Direktörü olarak görev almaya başladı. 2020'de Şirket'in CFO'su olarak atandı. 2023'te ise, Aydem Grubu Termik Santraller Genel Müdürü olarak atanmıştır.

Mehmet Akif Gül
YK Üyesi

- Orta Doğu Teknik Üniversitesi Metalurji Mühendisliği bölümünden mezun olmuştur. Kariyerine 1980 yılında pay sahibi olarak kuruluşunda yer aldığı Elsan Elektrik Gereçleri A.Ş.'de başlayan Gül, aynı şirkette Yönetim Kurulu Başkanı olarak görevini sürdürmektedir. Sektörde 40 yıllık tecrübesi olan Gül, aynı zamanda Aydem Enerji grup şirketlerinden ADM Elektrik Dağıtım A.Ş. ve GDZ Elektrik Dağıtım A.Ş.'de Yönetim Kurulu Başkan Yardımcısı ve Tümaş Mermer A.Ş.'de Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev almaktadır.

Rıdvan Edip Akdeniz
YK Üyesi

- Rıdvan Edip Akdeniz, Kocaeli Üniversitesi Mühendislik Fakültesi Elektronik ve Haberleşme Mühendisliği bölümünden 2005 yılında mezun oldu. Kariyerine Yeniköy Yatağan Elektrik Üretim A.Ş. de başlamış olup burada üretim müdürlüğü, ölçü kontrol mühendisliği, FDG İşletme mühendisliği, başmühendislik görevlerini yerine getirdi. 2014 yılında Aydem Enerji bünyesinde çalışmaya başladı. Akdeniz, Aydem Enerji'de önce Yatağan Termik Enerji Üretim A.Ş. de Santral Müdür Yardımcılığı, ardından 2019 yılında Termik Santraller Üretim Planlama Kıdemli Müdürü olarak görev aldı. Akdeniz, 2021 yılından itibaren de Çatalağzı Termik Santrali Direktörü olarak görev yapmaktadır.

Emirhan Karayay
YK Üyesi

- Emirhan Karayay; lisans eğitimini İşletme bölümünde, yüksek lisans eğitimini de İstanbul Üniversitesi İşletme İktisadi Enstitüsü Finans Yönetimi (MS) alanından tamamlamıştır. Kariyerine, 1999 yılında Şahinler Holding'de İnsan Kaynakları Uzmanı olarak başlamıştır. 2005 – 2012 yılları arasında ve 2015 yılında Yıldız Holding'de sırasıyla, İnsan Kaynakları Yöneticisi ve İnsan Kaynakları Müdürü olarak çalışmıştır. 2012 – 2013 yılları arasında Matlı Şirketler Grubunda İnsan Kaynakları Müdürlüğü görevinde bulunmuştur. 2013 – 2015 ve 2015 – 2018 yılları arasında Eksim Yatırım Holding'de İnsan Kaynakları Direktörü olarak görev almıştır. 2019 yılında Aydem Holding bünyesine katılmış olup, ilk olarak Aydem Holding İnsan Kaynakları Grup Direktörü olarak görev yapmıştır. Sonrasında Aydem Yenilenebilir A.Ş İnsan Kaynakları Direktörü olarak çalışmış olup, 2020 – 2022 yılları arasında da Aydem Holding Elektrik Dağıtım Şirketleri Adm Elektrik Dağıtım A.Ş. ve Gdz Elektrik Dağıtım A.Ş. İnsan Kaynakları Direktörlüğü görevini icra etmiştir. 2023 itibarıyla yeniden Aydem Holding İnsan Kaynakları Grup Direktörlüğü görevine atanmış olup halen görevine devam etmektedir.

Engin Kavas
YK Üyesi

- İTÜ Matematik Mühendisliği bölümünden mezun olan ve sonrasında aynı üniversitenin Sistem Analizi programında yüksek lisansını tamamlayan Engin Kavas, gerek yurt içinde gerekse yurt dışında Telekom, Sağlık, Otomotiv, Savuma Sanayi ve Enerji sektörlerinde faaliyet gösteren firmalarda üst düzey yönetici olarak çalışmış, bu firmaların bilgi teknolojileri bölümlerini yönetmiş ve büyük ölçekli bir çok başarılı dijital dönüşüm projesine imza atmıştır. Yirmi beş yılı aşan bir kariyere sahip olan Kavas, halen Türkiye'nin öncü enerji şirketlerinden Aydem Enerji'de Bilgi Teknolojileri Grup Başkanı olarak çalışmakta, ayrıca Aydem Enerji'nin grup şirketlerinden GDZ Enerji Yatırımları A.Ş., Aydem Plus Enerji Çözümleri Ticaret A.Ş. ve Parla Solar Hücre ve Panel Üretim A.Ş.'de Yönetim Kurulu Üyesi olarak görev almaktadır.

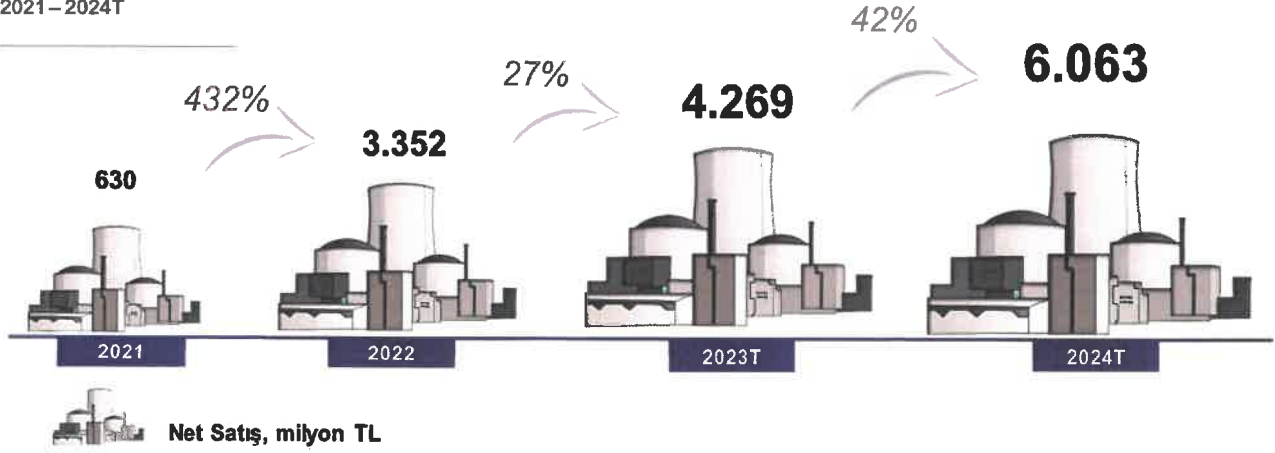
FAALİYET ÖZETİ

Ortaklık Yapısı & Künye	Faaliyet Alanları & Mali Veriler	Sektör																		
Ortaklar 100,0% Parla Enerji Yatırımları A.Ş.	Şirket'in Ana Faaliyet Alanları Şirket, devreye alma çalışmaları Ünite 1 ve Ünite 2 için sırasıyla 1989 ve 1991 yılında tamamlanan Santral 2x157,34 MWe olmak üzere toplamda 314,68 MWe gücünde olan iki üniteden oluşmaktadır. Santral'indeki 1. Ünite, 1990 yılında ve 2. Ünite, 1991 yılında ticari işletmeye (sisteme elektrik verme) başlamıştır.	Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2022 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında azalarak 328,9 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %2,5 azalarak 326,2 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir. 2022 yılında elektrik üretiminin %34,6'sı kömürden, %22,2'si doğal gazdan, %20,6'sı hidrolik enerjiden, %10,8'i rüzgardan, %4,7'si güneşten, %3,3'ü jeotermal enerjiden ve %3,7'si diğer kaynaklardan elde edilmiştir. 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 105.135 MW'a ulaşmıştır. 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı: %30'u hidrolik enerji, %24,1'i doğal gaz, %20,7'si kömür, %11'i rüzgâr, %9,9'u güneş, %1,6'sı jeotermal ve %2,6'sı ise diğer kaynaklar şeklindedir. Ayrıca ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla 12.251'e (Lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir. Mevcut santrallerin 751 adedi hidroelektrik, 68 adedi kömür, 362 adedi rüzgâr, 63 adedi jeotermal, 346 adedi doğal gaz, 10.169 adedi güneş, 492 adedi ise diğer kaynaklı santrallerdir.																		
Künye Kuruluş: 2014 Faaliyet Alanı: Elektrik Enerjisi Üretimi Merkez: Yatağan / Muğla Çalışan Sayısı: 380	Mali Veriler <table> <tr> <th></th><th>2023/06 4Ç</th><th>2023T</th></tr> <tr> <td>Net Satışlar</td><td>4.041,3 mTL</td><td>4.268,8 mTL</td></tr> <tr> <td>EBİTDA</td><td>1.360,8 mTL</td><td>1.416,3 mTL</td></tr> <tr> <td>Net Kar</td><td>487,0 mTL</td><td>m.d.</td></tr> <tr> <td>Özkaynak</td><td>3.679,0 mTL</td><td>m.d.</td></tr> <tr> <td>Aktifler</td><td>7.683,2 mTL</td><td>m.d.</td></tr> </table>		2023/06 4Ç	2023T	Net Satışlar	4.041,3 mTL	4.268,8 mTL	EBİTDA	1.360,8 mTL	1.416,3 mTL	Net Kar	487,0 mTL	m.d.	Özkaynak	3.679,0 mTL	m.d.	Aktifler	7.683,2 mTL	m.d.	
	2023/06 4Ç	2023T																		
Net Satışlar	4.041,3 mTL	4.268,8 mTL																		
EBİTDA	1.360,8 mTL	1.416,3 mTL																		
Net Kar	487,0 mTL	m.d.																		
Özkaynak	3.679,0 mTL	m.d.																		
Aktifler	7.683,2 mTL	m.d.																		

Kaynak: TEİAŞ

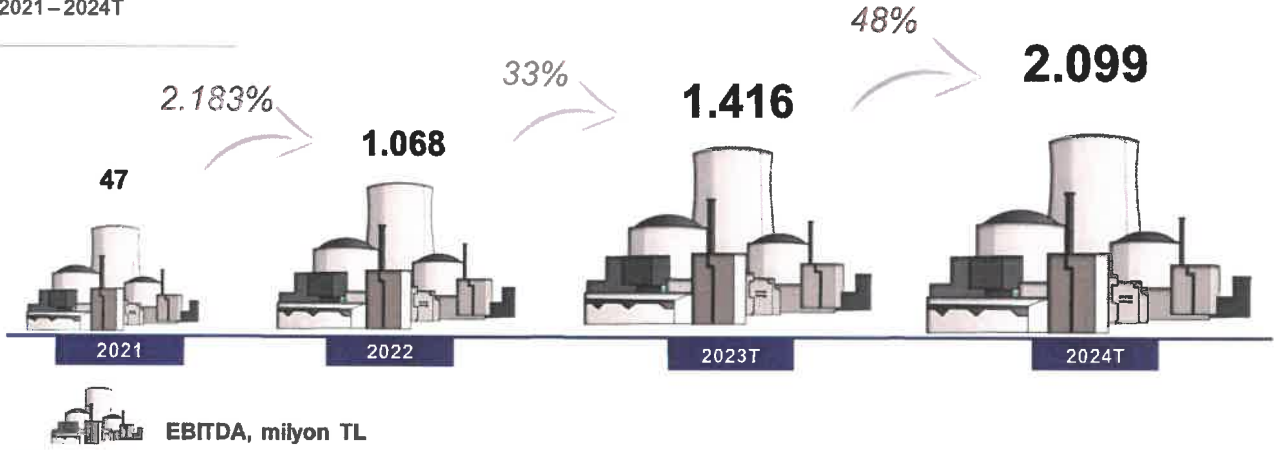
113% YBBO

2021 – 2024T



255% YBBO

2021 – 2024T



Satışlar

Şirket'in elektrik satış gelirleri net satışlarının ortalama %98'ini oluştururken 30.06.2023 dönemi itibarıyla elektrik satışlarının %99'u ikili anlaşma yoluyla gerçekleştirilmiştir

Mal ve hizmet satışları, kömür yakımından arta kalan ham uçucu kül (kaba kül) ve sepere edilmiş ya da standartlara uygun ince uçucu külün satış gelirlerinden oluşmaktadır. Finansal tablo dönemleri itibarıyla Şirket'in mal ve hizmet satışlarının net satışlarının ortalama %0,4'ünü oluşturmuştur

Elektrik satış gelirleri. Şirket, ürettiği elektriği piyasa katılımcılarına ikili anlaşma yoluyla, spot piyasada ya da EÜAŞ'ın yerli kömür yakıtlı elektrik üretim santrallerini işleten özel şirketlerden elektrik alım ihalesi düzenlemesi durumunda direkt EÜAŞ'a, dengeleme güç piyasası ve primer frekans kontrol piyasasında satmaktadır. 2017-2021 yılları arasında garantili elektrik satışı kapsamında EÜAŞ ile yerli kömür yakıtlı elektrik üretim santrallerini işleten özel şirketlerden elektrik enerjisi satın alımı kapsamında, TL bazlı olan ve fiyat eskalasyonu 3 ayda bir yapılmak üzere %50'si ortalama dolar kurundaki değişiklik, %25 TÜFE ve %25 ÜFE üzerinden belirlenen fiyattan elektrik satışı yapmıştır. EÜAŞ ile yapılan bu anlaşma kapsamında elektrik fiyatları 50 USD/MWh ile 55 USD/MWh arasında olabilmektedir. Üç ayda bir eskalasyona göre hesaplanan elektrik fiyatının 50-55 USD/MWh altında ya da üstünde olması durumunda bu fiyatlara getirilmektedir. Ayrıca çevre mevzuatı açısından geçici faaliyet belgesini almış ya da çevre izin lisansı bulunan santrallerde fiyata %3 teşvik verilmektedir. 2020 ve 2021 yıllarında, Şirket ile EÜAŞ arasındaki alım garantili ikili anlaşmalar devam ettirilmiş olup 2022 yılında Şirket, EÜAŞ ile olan ikili anlaşmasını yenilememiştir. 2022 yılı içerisinde elektrik satışlarının tamamı piyasa ve Aydem Grubu'nun tedarik şirketlerine ikili anlaşma yoluyla gerçekleşmiştir. Şirket'in elektrik satış gelirleri 2020 yılı sonunda 426,9 mn TL olarak gerçekleşmiş olup 2021 yıl sonunda %29,4'lük artışla 552,6 mn TL'ye yükselmiştir. 2021 yılında Covid 19 salgını kapsamında alınan tedbirlerin gevşetilmesi ve reel ekonominin canlanmasıyla birlikte PTF fiyatları artış göstermiştir. 2022 yılı sonunda brüt elektrik üretimi 1.219.382'den 1.867.412 MWh'ye yükselerek elektrik üretim rekoru kırılmış ve Rusya-Ukrayna savaşı ile birlikte yaşanan enerji kriziyle birlikte PTF fiyatlarındaki yüksek fiyat artışlarının da etkisiyle elektrik satış gelirleri %503,4 artışla 3.334,4 mn TL'ye yükselmiştir. 2023'ün ilk yarısında ise bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla %61,4 artışla net satışlar 1.817,2 mn TL olarak gerçekleşmiştir.

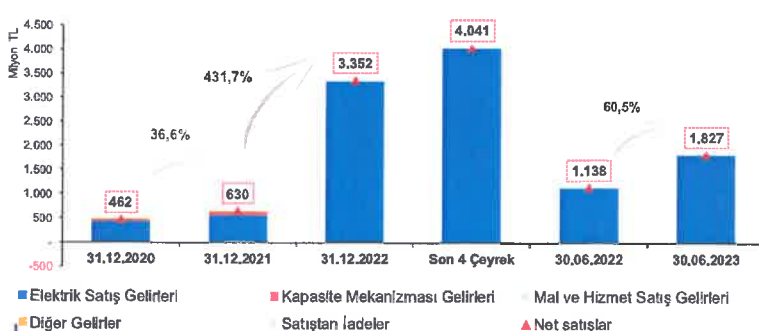
Diğer gelirler. Elektrik Piyasası Kapasite Mekanizması Yönetmeliği kapsamında, elektrik piyasasında arz güvenliğinin temini için gerekli yedek kapasite de dâhil olmak üzere yeterli kurulu güç kapasitesinin oluşturulması ve/veya uzun dönemli sistem güvenliğinin temini için güvenilir kurulu güç kapasitesinin korunması amacıyla Sistem İşletmecisi tarafından işletilecek olan kapasite mekanizmasına ilişkin kurallar belirlenmektedir. Bu kapsamda yıllık belirlenen bütçe dahilinde santrallerin kurulu güçlerine göre kaynak bazında sabit ve değişken maliyet bileşenleri üzerinden aylık olarak belirlenir. Kapasite mekanizması kapsamında Şirket'in 31 Aralık 2020, 2021 ve 2022 tarihlerinde sona eren yıllar ve 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren dönem itibarıyla elde ettiği gelirler, sırasıyla, 36.219.149 TL, 76.053.648 TL, 8.256.521 TL ve 8.256.521 TL'dir. 2022 yılındaki düşüş, Santral'in üretimde kısmi olarak ithal kömür kullanması nedeniyle, Mayıs 2022'den sonra Kapasite Mekanizması dışında kalmasından kaynaklanmıştır. Aynı nedenle Şirket'in 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren dönem itibarıyla kapasite mekanizması geliri bulunmamaktadır. İleriki dönemlerde ithal kömür kullanımının durdurulması durumunda tekrar Kapasite Mekanizmasına dahil olunabilmektedir.

Net Satışların Kırılımı, TL

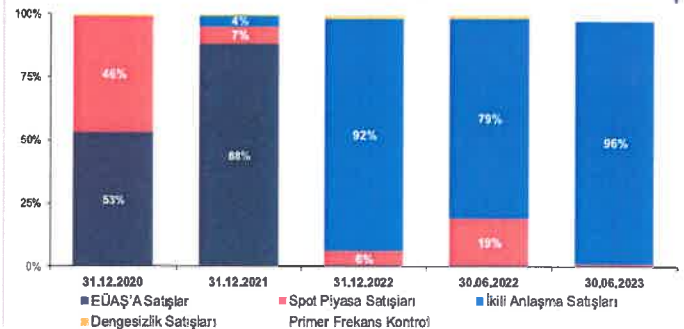
	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	Son 4 Çeyrek	30.06.2022	30.06.2023	YBBO
Elektrik Satış Gelirleri	426.864.531	552.565.718	3.334.447.872	4.025.593.210	1.126.093.347	1.817.238.685	145,4%
Kapasite Mekanizması Gelirleri	36.219.149	76.053.648	8.256.521	-	8.256.521	-	-
Mal ve Hizmet Satış Gelirleri	4.567.737	3.731.146	9.656.846	15.669.521	3.492.024	9.504.699	63,7%
Diğer Gelirler	8.604	4.762	-	-	-	-	-
Satıştan İadeler	-5.957.005	-1.858.948	-	-	-	-	-
Net satışlar	461.703.016	630.496.326	3.352.361.239	4.041.262.731	1.137.841.892	1.826.743.384	138,2%
Değişim		36,6%	431,7%			60,5%	

Kaynak: Şirket, Bağımsız Denetim Raporu

Net Satışlar



Elektrik Satışlarının Dağılımı



Finansal Analiz

**2023/06'da aktif toplamın %0,5'i
nakit ve benzerlerinden oluşmakta**

**2023 yılında nakdi sermaye artışı
gerçekleşti**

**İkili anlaşmada vadeler piyasa
satışlarına göre daha yüksek olması
sebebiyle fiyatlamada kısmen piyasa
ortalamasının üzerindedir**

**Stoklar kömür ve işletme
yedeklerinde oluşmakta olup son
dönemde artan enflasyon ve
kapasite kullanım oranı stok hacmini
yükseltmiştir**

2023/06'da 1.457 mn TL dönen varlıklar. Şirket'in dönen varlıkları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 190 milyon TL, 167 milyon, 819 milyon TL ve 1.457 milyon TL tutarındadır. Şirket'in dönen varlıklarındaki 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 tarihleri arasındaki azalış oranı %12 ve 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki artış oranı %100'ün üzerinde gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki artış oranı %78'dir. 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasındaki dönen varlıklardaki değişim, nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar, ticari ve diğer alacaklar ve stokların değişiminden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasındaki dönen varlıklardaki değişim nakit ve nakit benzerleri, ticari ve diğer alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderlerin değişiminden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ve 30 Haziran 2023 arasındaki dönen varlıklardaki değişim nakit ve nakit benzerleri, ticari ve diğer alacaklar, stoklar ve peşin ödenmiş giderlerin değişiminden kaynaklanmaktadır.

Likit varlıklar düşük ağırlıkta. Şirket'in nakit ve nakit benzerleri, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 82 milyon TL, 4 milyon TL, 25 milyon TL ve 41 milyon TL tutarındadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla, Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 82 milyon TL iken, bu tutar %95 oranında azalarak 31 Aralık 2021 itibarıyla 4 milyon TL'ye gerilemiş olup 31 Aralık 2022 itibarıyla %100'ün üzerinde artışla 25 milyon TL'ye yükselmiştir. 30 Haziran 2023 itibarıyla %63 oranında artarak 41 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki nakit ve nakit benzerlerindeki değişim, finansal borçların ödenmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki nakit ve nakit benzerlerindeki değişim Şirket'in yıl içerisinde yaptığı yatırım harcamaları ve kredi ödeme planlarına göre yapması gerekenden daha erken yaptığı ödemelere kıyasla operasyondan daha fazla nakit yaratmasından kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2022 ve 30 Haziran 2023 arasındaki nakit ve nakit benzerlerindeki değişim ise temelde Şirket'in operasyon ve sermaye artırımından elde ettiği nakit kaynaklıdır.

Alacak vadeleri açıldı. Şirket'in ticari alacakları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 59 milyon TL, 75 milyon TL, 551 milyon TL ve 1.137 milyon TL tutarındadır. Şirket yönetimine göre alacaklardaki hızlı artış satış hacminin büyümesi ile açıklanmaktadır. Bununla birlikte son dönemde artan ikili satışlardaki vadenin piyasa satışlarına göre daha uzun olması da bir etken olarak ortaya çıkmaktadır.

Diğer alacaklar. Şirket'in diğer alacakları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 20 milyon TL, 9 milyon TL, 38 milyon TL ve 1 milyon TL tutarındadır. Diğer alacaklar, 2021'de ilişkili taraflardan diğer alacakların tahsil edilmesi nedeniyle 11 milyon TL azalmıştır. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki diğer alacaklardaki yükseliş ise ilişkili taraflardan diğer alacaklardaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki diğer alacaklardaki azalış 37 milyon TL'dir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki diğer alacaklardaki bu değişim ilişkili taraflardan diğer alacaklardaki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Stoklar. Şirket'in stokları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 23 milyon TL, 44 milyon TL, 127 milyon TL ve 250 milyon TL tutarındadır. Şirket'in stokları kömür ve işletme yedeklerinden oluşmaktadır. 31 Aralık 2020 ve 2021 yılları itibarıyla işletme yedeklerinde önem arz eden değişimler meydana gelmemiştir. Şirket'in stokları, 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki dönemde kömür fiyatları ve stok miktarındaki artış sebebiyle 21 milyon TL yükselmiştir. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki stoklardaki değişim, kömür fiyatları ve stok miktarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki stoklardaki değişim de kömür fiyatları ve stok miktarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket'in kısa vadeli peşin ödenmiş giderleri, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 2 milyon TL, 4 milyon TL, 57 milyon TL ve 4 milyon TL tutarındadır. Şirket'in kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerinde, 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki dönemde önem arz eden değişimler meydana gelmemiştir. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 tarihleri arasındaki kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerdeki artış, kömür tedarikçilerine verilen sipariş avanslarındaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki kısa vadeli peşin ödenmiş giderlerdeki azalış ise kömür tedarikçilerine verilen sipariş avanslarındaki azalıştan kaynaklanmaktadır.

Finansal Analiz

2023 başında bağımsız bir kuruma yapılan değerlemeye göre santralin değeri 330 mn dolar olarak belirlenmiş olup cari kura göre TL bazlı değer 2023/06 santral değerinin üzerinde gerçekleşecektir

Kredilerin vadesi Haziran 2024

2022 yılında ilişkili taraflardan alınan kömür sahası kaynaklı ticari borçlarda tek seferlik artış kaynaklı baz etkisi 2023 yılında azalış olarak kendini göstermiştir

Santral değerlemeleri sonrası oluşan ertelenmiş vergi yükü ve kredi vadesi yükümlülüklerdeki değişimin ana parametreleridir

Güçlü aktif portföyü. Şirket'in duran varlıkları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 567 milyon TL, 3.686 milyon TL, 6.415 milyon TL ve 6.209 milyon TL tutarındadır. Şirket'in duran varlıkları, 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %100'ün üzerinde artış göstermiştir. 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasında %74 oranında artış gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %3'tür. Şirket'in duran varlıklarındaki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki değişim ve 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki değişim santralin bağımsız kuruluşlar tarafından yeniden değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise santral varlıklarının dönem amortismanından kaynaklanmaktadır.

Maddi duran varlıklar. Şirket'in maddi duran varlıkları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 itibarıyla, sırasıyla, 508 milyon TL, 3.623 milyon TL, 6.229 milyon TL ve 6.136 milyon TL tutarındadır. 31 Aralık 2020 itibarıyla, Şirket'in maddi duran varlıkları 508 milyon TL iken, %100'ün üzerinde artarak 31 Aralık 2021 itibarıyla 3.623 milyon TL'ye yükselmiş olup, 31 Aralık 2022 itibarıyla, %72'lik artışla 6.229 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %1 olup 6.136 milyon TL'ye düşmüştür. Maddi duran varlıklardaki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki değişim ve 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki değişim santralin bağımsız kuruluşlar tarafından yeniden değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise santral varlıklarının dönem amortismanından kaynaklanmaktadır.

Borçlar kısa vadeye kaydı. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 2.384 milyon TL, 191 milyon TL, 317 milyon TL ve 2.720 milyon TL tutarındadır. Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %92 oranında azalmış ve 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasında %66 oranında artmıştır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki artış oranı ise %100'ün üzerindedir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki kısa vadeli yükümlülüklerdeki değişim, banka kredilerinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasındaki kısa vadeli yükümlülüklerdeki değişim, ticari borçlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise Şirket'in Haziran 2024'te ödenmesi gereken TL kredi taksitlerinin uzundan kısa vadeye kayması kaynaklıdır.

Ticari borçlar. Şirket'in ticari borçları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 70 milyon TL, 86 milyon TL, 258 milyon TL ve 206 milyon TL tutarındadır. Şirket'in ticari borçları 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %23, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasında ise %199 artmıştır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %20'dir. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki ticari borçlardaki artış, ilişkili olmayan taraflara olan ticari borçlardaki artıştan kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki ticari borçlardaki artış kömür fiyat ve miktarındaki artışa bağlı olarak kömür tedarikçilerine olan borçlardaki artıştan ve kömür sahalarının ruhsat ve işletme hakkının vadeli olarak alımından kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise ilişkili taraflara ticari borçların ödenmesinden kaynaklanmaktadır. Başka bir deyişle 2023/06'daki azalış 2022 yılındaki tek seferlik saha alımı kaynaklı baz etkisidir.

Uzun vadeli yükümlülükler. Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 131 milyon TL, 2.773 milyon TL, 3.498 milyon TL ve 1.281 milyon TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerindeki artış oranı 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %100'ün üzerinde ve 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasında artış oranı %26 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %63'tür. Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerindeki 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki değişim 31 Aralık 2020 yılı mali tablolarında yer alan 30 Haziran 2021 dönemine ilişkin 1.888.277.993 TL kredi ödemesinin kredi yapılandırma sözleşmesiyle 30 Haziran 2024 tarihine öteleme işleminden kaynaklanmaktadır. Ayrıca 527 milyon TL tutarında maddi duran varlıkların gerçeğe uygun değerinden kayıtlara alınması sonucu oluşmuş ertelenmiş vergi yükümlülüğü yer almaktadır. 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki uzun vadeli yükümlülüklerindeki değişim ise maddi duran varlıkların gerçeğe uygun değerinden kayıtlara alınması sonucu oluşmuş ertelenmiş vergi yükümlülüğü artışından kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise Şirket'in Haziran 2024'te ödemesi gereken TL kredi taksitlerinin uzun vadeli yükümlülüklerden kısa vadeli yükümlülüklerle sınıflanmasından kaynaklanmaktadır.

Finansal Analiz

Uzun vadeli finansal borçlarda önemli azalış dikkat çekmekte

2022 ve 2023 yılında nakdi sermaye artışları gerçekleşti

Özkaynak büyümesinde yapılan 2 nakdi sermaye artışı, santralin bağımsız bir kurumca belirlenen yeniden değerlendirme sonrası TL değerindeki yükseliş ve operasyonlardan elde edilen karlılık etkilidir

Santral için değerlendirme 2023 başında yapılmış olup 330 mn dolar değer belirlenmiştir. İlgili değer yıl sonunda tekrar bağımsız bir kuruma test edilecek olup diğer tüm faktörler sabit düşünülüp kur ve amortisman dikkate alındığında cari durumda özkaynaklarda kayda değer bir artış öngörülebilir.

Uzun vadeli finansal borçlar. Şirket'in uzun vadeli borçlanmaları, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 117 milyon TL, 2.223 milyon TL, 2.306 milyon TL ve 127 milyon TL tutarındadır. Şirket'in uzun vadeli borçlanmalarındaki artış oranı; 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %100'ün üzerinde olup, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasındaki artış oranı ise %4 olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %94'tür. 31 Aralık 2020 ile 31 Aralık 2021 arasındaki uzun vadeli borçlanmalardaki değişim 31 Aralık 2020 yılı mali tablolarında yer alan 30 Haziran 2021 dönemine ilişkin 1.888 milyon TL kredi ödemesinin kredi yapılandırma sözleşmesiyle 30 Haziran 2024 tarihine öteleme işleminden; 31 Aralık 2021 ile 31 Aralık 2022 arasındaki uzun vadeli borçlanmalarındaki değişim ise TL kredilerin net bugünkü değerindeki artıştan kaynaklanmaktadır. Şirket, 2022 yılında kredi ödeme planına göre yapması gereken kredi taksit ödemesinden 17 milyon USD fazla anapara ödemesi yapmak suretiyle nakit süpürme işlemi gerçekleştirmiştir. Bunun yanında TL cinsinden kredilerin faiz tahakkuku nedeniyle Şirket'in uzun vadeli borçlanmaları 31 Aralık 2022 itibarıyla artış göstermiştir. 31 Aralık 2022 ile 30 Haziran 2023 arasındaki değişim ise Şirket'in Haziran 2024'te ödemesi gereken kredi taksitlerinin uzun vadeli yükümlülüklerden kısa vadeli yükümlülüklerle sınıflanmasından kaynaklanmaktadır. Temel olarak finansal borçların kaynağı santralin devrinde alınan proje finansmanıdır. İlk borçlanmada döviz bazlı proje finansmanı tercih edilirken sonradan kredilerin önemli bir kısmı TL'ye çevrilmiş ve döviz bazlı kredilerde önemli tutarda anapara ödemesi gerçekleşmiştir. 2021 yılında ise faiz yapılandırması gerçekleşmiştir.

3,7 milyar TL özkaynaklar. Şirket'in ödenmiş sermayesi, 31 Aralık 2020 ve 2021 tarihleri itibarıyla, 48 milyon TL tutarında olup 29 Haziran 2022 tarihinde gerçekleştirilen sermaye artırımına neticesinde 31 Aralık 2022 tarihi itibarıyla 85 milyon TL'ye, 31 Ocak 2023 tarihinde gerçekleştirilen sermaye artırımına neticesinde 30 Haziran 2023 tarihi itibarıyla 140 milyon TL'ye yükselmiştir. Şirket'in paylara ilişkin primler/iskontoları bulunmamaktadır. Şirket'in kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler, 31 Aralık 2020, 2021, 2022 ve 30 Haziran 2023 tarihleri itibarıyla, sırasıyla, 264 bin TL, 2.489 milyon TL, 4.508 milyon TL ve 4.353 milyon TL tutarındadır. Şirket'in kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelir veya giderlerinde 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasında %100'ün üzerinde bir oranda artış gerçekleşmiş olup, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasında %81 oranında artmıştır. 31 Aralık 2020 ve 31 Aralık 2021 arasındaki değişim büyük oranda santralin 2021 yılında gerçeğe uygun değer ile değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 arasındaki değişim de büyük oranda santralin gerçeğe uygun değer ile değerlendirilmesinden kaynaklanmaktadır. 31 Aralık 2022 ve 30 Haziran 2023 arasındaki %3'lük azalma, özkaynak altında takip edilen maddi duran varlık yeniden değerlendirme fonundaki döneme isabet eden tutarın geçmiş yıl zararlarına mahsup edilmesinden kaynaklanmaktadır. 2021 yılında 889,9 mn TL olan özkaynaklar 2023/06'da 3.664 mn TL'ye yükselmiştir. İlgili büyümede bu dönemde yapılan 2 nakdi sermaye artışı, santralin bağımsız bir kurumca belirlenen yeniden değerlendirme sonrası TL değerindeki yükseliş ve operasyonlardan elde edilen karlılık etkilidir. 2023/06 itibarıyla son 4 çeyrek net kar 487,4 mn TL olup özkaynak karlılığı %13,3 olarak gerçekleşmiştir. Santral için değerlendirme 2023 başında yapılmış olup 330 mn dolar değer belirlenmiştir. İlgili değer yıl sonunda tekrar bağımsız bir kuruma test edilecek olup diğer tüm faktörler sabit düşünülüp kur ve amortisman dikkate alındığında cari durumda özkaynaklarda kayda değer bir artış öngörülebilir.

Bilanço				
31 Aralık, TL	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/06 Gerçekleşmiş ÖBDR
Çates				
Aktifler	757.045.426	3.853.350.035	7.234.243.371	7.666.151.586
Nakit ve Benzerleri	82.061.639	4.339.896	24.849.600	40.521.859
Finansal Yatırım	4.222.827	24.021.100	21.315.818	24.873.129
Ticari Alacaklar	58.643.572	75.478.855	551.361.662	1.137.045.467
Diğer Alacaklar	19.856.902	9.135.105	37.577.401	979.675
Stoklar	22.835.949	43.598.053	127.298.290	250.344.590
Peşin Ödenmiş Gid.	2.344.227	4.320.693	56.560.446	3.722.503
Diğ. Dön. Var.	9.397	6.030.482	-	-
Dönen Varlıklar	189.974.513	166.924.184	818.963.217	1.457.487.223
Diğer Alacaklar	425.369	744.454	1.545.366	2.118.741
Finansal Yatırım	100.000	-	-	-
Kullanım Hakkı Var.	9.506.135	15.601.743	19.770.198	21.047.238
Maddi Duran Varlıklar	507.654.313	3.622.847.297	6.228.826.336	6.136.438.602
Maddi Olmayan Duran Var.	48.361.746	47.232.357	46.540.858	45.845.268
Peşin Ödenmiş Gid.	1.023.350	-	118.597.396	3.214.514
Duran Varlıklar	567.070.913	3.686.425.851	6.415.280.154	6.208.664.363
Özkaynak ve Yükümlülükler	757.045.426	3.853.350.035	7.234.243.371	7.666.151.586
Kiralama İşlemlerinden Borç.	2.547.528	2.779.608	5.047.250	7.802.643
Uz. Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	2.000.889.928	44.134.299	6.025.266	2.355.683.125
Ticari Borçlar	70.310.127	86.182.643	257.970.645	206.105.309
Çalış. Sağ. Fay. Kap. Borç.	1.516.684	2.499.039	3.972.410	4.484.612
Diğer Borçlar	292.972.370	36.709.923	13.515.110	2.213.432
Ertelenmiş Gelirler	17.907	61.759	-	-
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	-	64.019.924
Kısa Vad. Karş.	9.229.407	9.458.842	12.369.987	18.972.957
Diğ. Kısa Vad. Yüküm.	6.102.434	9.036.005	17.681.986	60.859.105
Kısa Vad. Yükümlülükler	2.383.586.385	190.862.118	316.582.654	2.720.141.107
Uzun Vad. Borç.	116.548.228	2.223.252.877	2.306.095.396	127.302.892
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.623.770	8.993.218	15.894.133	22.757.291
Uzun Vad. Kir. Yük.	8.211.321	13.809.850	16.621.175	18.168.112
Ertelenmiş Vergi Yük.	-	526.510.134	1.159.503.649	1.112.960.226
Uzun Vad. Yükümlülükler	131.383.319	2.772.566.079	3.498.114.353	1.281.188.521
Sermaye	48.000.000	48.000.000	85.440.000	140.405.000
Ortakların İlave Katkıları	-	279.880.520	279.880.520	279.880.520
Kar ve Zararda Sınıf. Diğ. Kap.	263.713	2.489.425.675	4.507.546.448	4.353.111.915
Geçmiş Yıl Karları	(1.472.826.357)	(1.757.662.951)	(1.747.407.265)	(1.305.266.562)
Net Kar	(333.361.634)	(169.721.406)	294.086.661	196.691.085
Ana Ortak. Özkaynakları	(1.757.924.278)	889.921.838	3.419.546.364	3.664.821.958

Finansal Analiz

Gelirleri elektrik satışları domine etmekte

Satışların önemli bir kısmı ikili anlaşmalardan oluşmakta

2022 ve 2023/06'da fiyat ve miktarsal artış nedeniyle gelirlerde önemli bir büyüme dikkat çekmekte

2023/06'da son 4 çeyrek net satışlar yaklaşık 4 milyar TL

Amortisman ve kömür maliyetleri satılan malın maliyetini domine etmekte

Genel yönetim giderleri enflasyon ile artmakta

Satış kanalları. Şirket'in kârlılığı ve büyüme potansiyeli, büyük ölçüde Şirket'in elektrik satışından elde ettiği gelire bağlıdır. 31 Aralık 2020, 2021 ve 2022 tarihlerinde sona eren yıllar ve 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren dönem için, Şirket'in elektrik satış miktarları sırasıyla %51, %8, %8 ve %1'i spot elektrik piyasası kapsamında gerçekleştirilmiş olup sırasıyla, %48, %92, %91 ve %99'u ise, ikili anlaşmalar ile gerçekleştirilmiştir. 31 Aralık 2020, 2021 ve 2022 tarihlerinde sona eren yıllar ve 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren dönem için, Şirket'in elektrik satış gelirleri sırasıyla %46, %7, %6 ve %1'i spot elektrik piyasası kapsamında gerçekleştirilmiş olup sırasıyla %53, %92, %92 ve %96'sı ise ikili anlaşmalar ile gerçekleştirilmiştir. 2020 ve 2021 yıllarında EÜAŞ alım garantili ikili anlaşmalar devam ettirilmiş ve satışların %48 ve %89'u EÜAŞ ile gerçekleşmiştir. 2022 yılında Şirket, EÜAŞ ile olan ikili anlaşmasını yenilememiştir. 2022 yılı içerisinde elektrik satışlarının tamamı piyasa ve Aydem Grubu'nun tedarik şirketlerine ikili anlaşma yoluyla gerçekleşmiştir. 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren 6 aylık dönemde de elektrik satışlarının tamamı piyasa ve Aydem Grubu'nun tedarik şirketlerine ikili anlaşma yoluyla gerçekleşmiştir.

Miktarsal ve fiyat büyümesi etkili. Şirket'in geliri, elektrik satışları, kapasite mekanizması geliri, diğer mal ve hizmet satışlarından elde edilen gelirleri kapsamaktadır. 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ve 31 Aralık 2022 tarihleri itibarıyla sona eren yıllarda ve 30 Haziran 2022, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemlerde Şirket'in elektrik satışından elde ettiği toplam gelirleri sırasıyla 427 milyon TL, 553 milyon TL, 3.334 milyon TL, 1.126 milyon TL ve 1.817 milyon TL'dir. Gelirler, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönem için, 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık döneme kıyasla 689 milyon TL tutarında ve %61 oranında, artış göstererek, 1.138 milyon TL'den 1.827 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, elektrik üretim miktar ve fiyat artışından kaynaklanmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 823 GWh olan brüt üretim hacmi, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 933 GWh'a yükselmiştir. Gelirler, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yıl için, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yıla kıyasla 2.722 milyon TL tutarında ve %432 oranında artış göstererek, 630 milyon TL'den 3.352 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, ortalama elektrik satış fiyatının yükselmesinden ve üretim miktarının artmasından kaynaklanmıştır. Sonuç olarak, Şirket'in brüt üretim hacmi 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 1.219 GWh, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda ise 1.867 GWh olmuştur. Gelirler, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yıl için, 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yıla kıyasla 169 milyon TL tutarında ve %37 oranında, artış göstererek, 462 milyon TL'den 630 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, üretim miktarında önemli oranda değişiklik olmamasına karşın ortalama elektrik satış fiyatının yükselmesinden kaynaklanmıştır. Şirket'in brüt üretim hacmi 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 1.234 GWh, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda ise 1.219 GWh olmuştur.

Satışların maliyeti. Başlıca satış maliyeti, ilk madde ve malzeme gideri (kömür ve fuel oil), TEİAŞ sistem kullanım bedelleri, personel maliyetleri, bakım onarım giderleri ve amortisman giderlerinden oluşmaktadır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 932 milyon TL olan satış maliyeti, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 592 milyon TL tutarında ve %64 oranında artarak, 1.524 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış temel olarak elektrik üretimindeki artışa bağlı olarak kömür ve yardımcı malzeme fiyatlarındaki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 653 milyon TL olan satış maliyeti, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 1.938 milyon TL tutarında ve %297 oranında artarak, 2.591 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış kömür fiyatları ve artan elektrik üretimine bağlı tüketim artışından kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 422 milyon TL olan satış maliyeti, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 231 milyon TL tutarında ve %55 oranında artarak, 653 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış kömür fiyatlarından kaynaklanmıştır.

Genel yönetim giderleri. Genel yönetim giderleri, idari giderler, santralde çalışmayan personele ilişkin giderler, santral ile doğrudan ilişkisi olmayan amortisman giderleri ve itfa payları, vergi, resim ve harç giderleri, hukuk ve danışmanlık giderleri, bakım ve onarım giderleri, kira giderleri, sigorta primleri, lisans, tanıtım ve ticaret giderleri ile diğer giderlerden oluşmaktadır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 21 milyon TL olan Genel ve İdari Giderler, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 32 milyon TL tutarında ve %152 oranında artarak, 53 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 22 milyon TL olan Genel ve İdari Giderler, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 33 milyon TL tutarında %149 oranında artarak, 55 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 18 milyon TL olan Genel ve İdari Giderler, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 4 milyon TL tutarında ve %23 oranında artarak, 22 milyon TL'ye yükselmiştir. Yıllara sarı genel yönetim gider artışları genelde enflasyon kaynaklıdır.

Finansal Analiz

Aydem ile yapılan ikili anlaşmanın dolar bazında olması artan kur ortamında ticari faaliyetlerden kur farkı geliri yaratmakta

Şirket, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda kur korumalı mevduat hesaplarından kaynaklı 4 milyon TL tutarında gelir elde etmiştir.

2023/06'da anapara ödemesi yapılması kaynaklı finansman giderleri azalmıştır

2021'de yapılan kredi yapılandırması ile finansman giderleri 2020 yılına göre önemli oranda azalmıştır

Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler. Diğer gelirler, hurda satış gelirleri, reeskont faiz geliri ve ticari işlemlere ilişkin kur farkı gelirlerini kapsamaktadır. Diğer giderler, dava karşılık giderlerini, bağış ve yardımları, vergi giderlerini, stok sayım noksanlarını, reeskont faiz giderini, ticari işlemlere ilişkin gecikme zammı ve kur fark giderini ve diğer giderleri kapsamaktadır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 35 milyon TL olan Diğer Gelirler, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 134 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 170 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, ticari işlemlere ilişkin net kur farkı gelirinden kaynaklanmıştır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 3 milyon TL olan Diğer Giderler, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 5 milyon TL tutarında ve %194 oranında artarak, 8 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış dava karşılığı giderleri ile bağış ve yardımlardaki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 4 milyon TL olan Diğer Gelirler, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda yaklaşık 98 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 102 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış temel olarak cari işlemlerden doğan kambiyo karından kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 12 milyon TL olan Diğer Giderler, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 7 milyon TL tutarında ve %57 oranında azalarak, 5 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu düşüş temel olarak dava gider karşılıkları, bağışlar ve yardımlar, vergi giderlerinden kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 2 milyon TL olan Diğer Gelirler, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda yaklaşık 2 milyon TL tutarında ve %89 oranında artarak, 4 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış temel olarak cari işlemlerden doğan kambiyo karından kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 4 milyon TL olan Diğer Giderler, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 9 milyon TL tutarında ve %241 oranında artarak, 12 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış dava gider karşılıkları, bağışlar ve yardımlar, vergi giderlerinden kaynaklanmıştır.

Miktarsal ve fiyat büyümesi etkili. Finansman geliri, ilişkili taraflardan alınan faiz gelirlerini, sabit getirili menkul kıymetlerden faiz gelirlerini, faaliyetlerden kaynaklanan kambiyo kârı, ticari işlemlere ilişkin kambiyo gelirleri ile diğer finansman gelirlerini kapsamaktadır. Finansman giderleri, kambiyo zararlarını, kredi faizi giderlerini, banka komisyonları ile diğer masrafları, ilişkili taraflara ödenen faizleri, faaliyetlerden kaynaklanan kambiyo zararlarını, finansal kiralama işlemleri ilgili giderler, ticari alacakların reeskontundan kaynaklanan giderler, kullanım hakkı yükümlülükleri faiz giderleri, banka ve diğer teminat mektuplarına ilişkin masraflar ve diğer finansman giderlerini kapsamaktadır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 1 milyon TL olan Finansman Geliri, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 3 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 5 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış adet ve mevduat faiz gelirlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 206 milyon TL olan Finansman Gideri, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 33 milyon TL tutarında ve %16 oranında azalarak, 173 milyon TL'ye düşmüştür. Bu düşüş, Şirket'in 2022 yılında kredi ödeme planına göre yapması gereken kredi taksit ödemesinden 17 milyon ABD Doları fazla anapara ödemesi yapmak suretiyle nakit süpürme işlemi gerçekleştirmesine bağlı olarak kur farkı giderlerindeki azalmadan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 6 milyon TL olan Finansman Geliri, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 1 milyon TL tutarında ve %24 oranında azalarak, 5 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu düşüş adet ve diğer faiz gelirlerindeki düşüşten kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 239 milyon TL olan Finansman Gideri, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 189 milyon TL tutarında ve %79 oranında artarak, 428 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış temel olarak kredi faiz giderlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 4 milyon TL olan Finansman Geliri, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 2 milyon TL tutarında ve %57 oranında artarak, 6 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış mevduat faizi gelirlerindeki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 358 milyon TL olan Finansman Gideri, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 119 milyon TL tutarında ve %33 oranında azalarak, 239 milyon TL'ye düşmüştür. Bu düşüş 1 Eylül 2021 tarihinden itibaren geçerli olmak üzere %8 olan USD kredilerin faiz oranının %6 ve %15 olan TL cinsinden kredilerinin faiz oranının %12 olarak güncellenmesinden kaynaklanmıştır.

Finansal Analiz

**2020-2023/06'da net satışlarda
yıllık bileşik büyüme oranı
%138,2**

**2023/03'te son 4 çeyrek net
dönem karı 487,4 mn TL**

**2020-2023/06'da EBITDA'da yıllık
bileşik büyüme oranı %231,3**

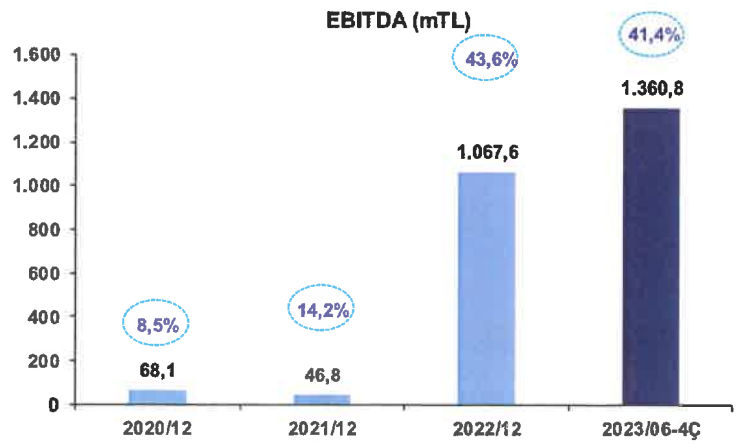
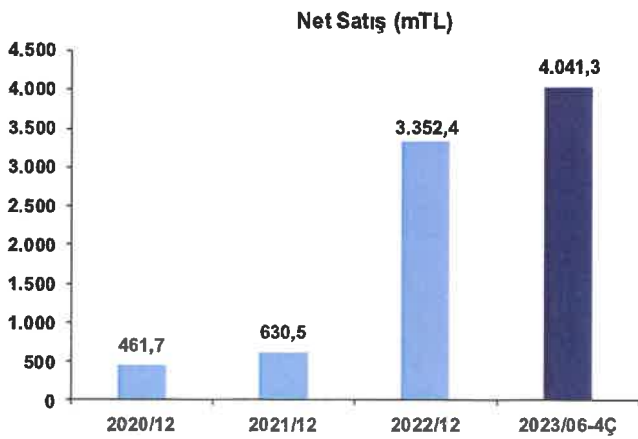
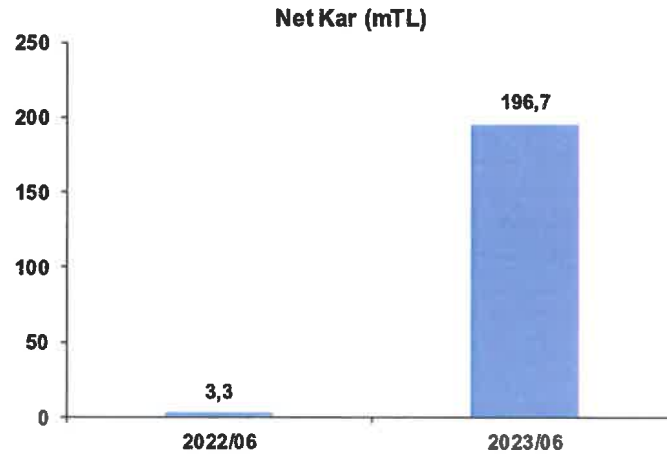
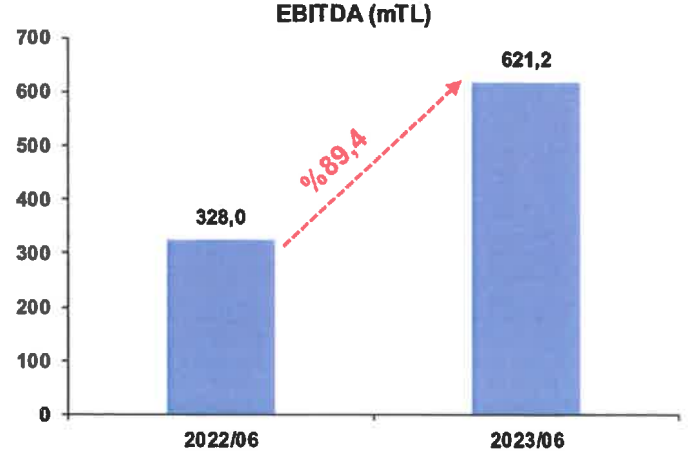
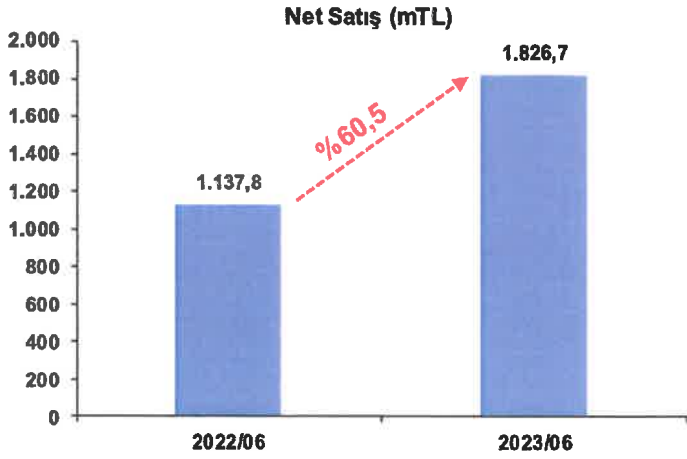
**2023/06'da son 4 çeyrek EBITDA
1.360,8 mn TL**

Net dönem karı gelişimi. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 13 milyon TL olan Vergi Gideri, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 34 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 47 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış temelde Şirket'in dönem karının artmasından kaynaklanmıştır. Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 3 milyon TL olan Net Dönem Karı, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 193 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 197 milyon TL'ye yükselmiştir. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 115 milyon TL olan Vergi Geliri mevcutken, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 91 milyon TL Vergi Gideri oluşmuştur. Bu değişim 31 Aralık 2021 tarihinde üzerinden ertelenmiş vergi yaratılan geçmiş yıl zararlarının 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda vergilendirilebilir kardan düşülmesinden kaynaklanmıştır. Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 170 milyon TL Net Dönem Zararı mevcutken, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 294 milyon TL tutarında Net Dönem Karı üretilmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 0 TL olan Vergi Geliri, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 115 milyon TL tutarına yükselmiştir. Bu artış şirketin 31 Aralık 2021 tarihi itibarıyla finansallarında ertelenmiş vergi hesaplayarak kayıtlarına almasından kaynaklanmıştır. Yukarıda açıklanan faktörlerin bir sonucu olarak 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 333 milyon TL olan Net Dönem Zararı, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 164 milyon TL tutarında ve %49 oranında azalarak, 170 milyon TL'ye düşmüştür.

EBITDA gelişimi. 30 Haziran 2022 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 328 milyon TL olan EBITDA, 293 milyon TL tutarında ve %89 oranında artarak, 30 Haziran 2023 tarihinde sona eren altı aylık dönemde 621 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış; temel olarak elektrik fiyatlarındaki ve üretim miktarındaki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 47 milyon TL olan FAVÖK, 1.021 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde artarak, 31 Aralık 2022 tarihinde sona eren yılda 1.068 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu artış, temel olarak brüt satış karındaki artıştan kaynaklanmıştır. 31 Aralık 2020 tarihinde sona eren yılda 68 milyon TL olan FAVÖK, 21 milyon TL tutarında ve %100'ün üzerinde azalarak, 31 Aralık 2021 tarihinde sona eren yılda 47 milyon TL'ye gerilemiştir. Bu azalış, kömür fiyatlarındaki artışın elektrik fiyatlarındaki artışın üzerinde olmasından kaynaklanmıştır.

Gelir Tablosu

31 Aralık, TL	2020 Gerçekleşmiş ÖBDR	2021 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022 Gerçekleşmiş ÖBDR	2022/06 Gerçekleşmiş ÖBDR	2023/06 Gerçekleşmiş ÖBDR	Son 4 Çeyrek	2020-2023/06 YBBO (%)
Çates							
Net Satışlar	461.703.016	630.496.326	3.352.361.239	1.137.841.892	1.826.743.384	4.041.262.731	138,2%
Değişim		36,6%	431,7%		60,5%		
Satışların Maliyeti	(421.514.080)	(652.850.118)	(2.590.543.353)	(931.703.518)	(1.523.893.451)	(3.182.733.286)	124,5%
Brüt Kar	40.188.936	(22.353.792)	761.817.886	206.138.374	302.849.933	858.529.445	240,3%
Brüt Marj	8,7%	-3,5%	22,7%	18,1%	16,6%		
Genel Yönetim Gid.	(17.861.096)	(21.902.902)	(54.632.066)	(21.158.446)	(53.401.126)	(86.874.746)	88,3%
Değişim		22,6%	149,4%		152,4%		
EBITDA	68.128.526	46.768.735	1.067.590.023	327.994.852	621.182.892	1.360.778.063	231,3%
Değişim		-31,4%	2182,7%		89,4%		
EBITDA Marjı	14,8%	7,4%	31,8%	28,8%	34,0%		
Amortisman	(46.476.374)	(87.137.827)	(266.274.014)	(113.572.764)	(208.878.362)	(361.579.612)	127,2%
EBIT	21.014.926	(52.194.483)	803.823.878	217.625.351	411.424.080	997.622.607	368,4%
Değişim		-348,4%	-1640,1%		a.d.		
EBIT Marjı	4,6%	-8,3%	24,0%	19,1%	22,5%		
Esas Faaliyet. Diğ. Gel.	2.272.198	4.297.418	101.868.148	35.214.964	169.529.244	236.182.428	540,8%
Esas Faaliyet. Diğ. Gid.	(3.585.112)	(12.235.207)	(5.230.090)	(2.569.541)	(7.553.971)	(10.214.520)	52,0%
Yat. Faal. Gel., Net	-	-	4.063.625	3.051.103	-	1.012.522	
Fin. Gid.	(354.376.560)	(232.774.718)	(422.995.615)	(204.556.137)	(167.761.640)	(386.201.118)	3,5%
Vergi Öncesi Kar	(333.361.634)	(284.969.201)	384.891.888	16.120.317	243.662.440	612.434.011	a.d.
Vergi	-	-	-	-	(91.919.655)	(91.919.655)	
Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	-	115.247.795	(90.805.227)	(12.775.540)	44.948.300	(33.081.387)	
Net Kar	(333.361.634)	(169.721.406)	294.086.661	3.344.777	196.691.085	487.432.969	a.d.
Değişim		a.d.	a.d.		5780,5%		
Net Marj	a.d.	a.d.	8,8%	0,3%	10,8%	12,1%	



*Balonlar EBITDA Marjini göstermektedir

Değerleme**Değerleme Yöntemleri**

Şirket'in pay başına değerinin belirlenmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri kullanılmıştır.

Gelir ve Pazar yaklaşımı değerlendirme yöntemi olarak uygulanmıştır

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi

Statik olmayan iş modelleri için İNA daha uygundur

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.

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır

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

Firma Değeri/EBITDA (EV/EBITDA)

Genel Varsayımlar. Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır;

-Şirketin faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek izahnamede yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,

Yönetim tarafından belirlenen projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir

-Şirket yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı.

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonlar ve varsayımların farklılaşması halinde farklı piyasa değeri ve pay başına değerlere ulaşılabilir.

Değerleme Metodolojileri

İNA

%12,1 AOSM ve %13,9 özsermaye maliyeti modellenmiştir

Son dönemde Türk CDS'lerindeki düşüş ve 2038 yılına kadar nakit akışı tahmin edilmesi risksiz getiriyi düşüren sebepler arasındadır

Dolar bazlı %12,1 AOSM. Şirket'in gelir ve giderlerinin önemli oranda dövize paralel hareket etmesi nedeniyle dolar bazlı değerlendirilmiştir. Nakit akışı faydalı ömür süresi olan 2038 yılında sonlandırıldığı için 2038 vadeli eurobondun 6 Eylül 2023 tarihli kapanış fiyatına göre %8,4 bileşik getirisi risksiz getiri olarak kabul edilmiştir. En iyi uygulamalarda piyasa algısını en doğru biçimde yansıttığını gördüğümüz %5,5 sermaye piyasası risk primi kullanılmıştır. Şirket'in borsada işlem görmeye başlayacak olması nedeniyle FVFM varsayımlarına göre özsermaye maliyetine şirkete özgü riskin göstergesi olan alfa eklenmemelidir. Şirket paylarının borsalarda işlem görmemesi ve alıcının blok tutarda pay alacak olması firmaya özgü riskin oluşmasını beraberinde getirmektedir. Şirket'in kaldırıcı belirlenirken iterasyon yaklaşımı, benzer yurt içi şirketlerin ortalama kaldırıcı, 2023/06 mali verileri ve yönetimin kredi-öz kaynak beklentisi dikkate alınmıştır. Şirket'in içinde yer alacağı endeks olan BIST Elektrik Endeksi'ndeki şirketlerden hesaplanan kaldırıcısız beta modellenmiş ve Hamada Denklemi ile hesaplanan kaldırıcı beta 0,75x olarak tespit edilmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına beta 1x olarak alınmıştır. Şirket'in 2023/06 mali tablosunda dolar bazlı borçlanması %6 olmasına rağmen risksiz getirinin 400 baz puan üstü %12,4 borçlanma maliyeti olarak kabul edilmiştir.

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Hesaplaması ("AOSM")

USD		
Veriler		
Risksiz Faiz Oranı	8,4%	US900123BB58 2038 Vadeli Eurobond Bileşik Faizi 6 Eylül 2023 Tarihli Kapanışı
Kaldırıcısız Beta	0,50	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Borç/Öz kaynak	67,8%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	40,4%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Beklenen Kurumlar Vergisi Oranı	24,4%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Kaldırıcı Beta		
Beta	1,00	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermaye Fiyatlandırma Modeli		
Risksiz Faiz Oranı	8,4%	US900123BB58 2038 Vadeli Eurobond Bileşik Faizi 6 Eylül 2023 Tarihli Kapanışı
İşlem Görmüş Aktif Beta	1,00	Yurtiçi Benzerlerden Hamada Denklemi ile Tespit Edilmiştir.
Özsermaye Piyasa Risk Primi	5,5%	Günümüz yatırım iklimini yansıtan %5,5 özsermaye piyasa risk primi kullanılmıştır.
Özsermaye Maliyeti	13,9%	Risken arındırılmış oran+(özsermaye piyasa risk primi*işlem görmüş aktif beta)+Şirkete özgü risk getirisi
AOSM		
Özsermaye Maliyeti	13,9%	Yukarıda hesaplanmış olan Özsermaye Maliyeti
Borç Maliyeti	12,4%	Uzun vadede risksiz getiri +%4
Toplam Finansmandaki Borç Oranı	40,4%	Mevcut Bilanço ve Yurtiçi Benzerlerin Ortalaması Dikkate Alınmıştır.
Toplam Finansmandaki Özsermaye Oranı	59,6%	1- toplam finansmandaki borç oranı
Kurumlar Vergisi Oranı	24,4%	Projeksiyon Dönemindeki Ortalama Vergi Oranı Alınmıştır.
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12,1%	(% Özsermaye Oranı x Özsermaye Maliyeti) + (% Borç Oranı x (1 - Kurumlar Vergisi) x Borç Maliyeti)

Net Borç

TL kredilerde ortalama faiz oranı %12 olup 2023/06'da net borç 94,4 mn \$'dır

Cari dönemde borçların önemli bir kısmı TL bazlı olup büyük bir kısmı kısa vadeli

1,8x Net Borç/EBITDA. 2020 yılında 2.314,5 mn TL olan net borç 2021 yılında önemli bir yatırımın olmaması, vadesi gelen taksitlerin ödenmesi ve yapılandırma ile TL ve dolar kredide faiz oranının düşmesi ile faiz tahakkuklarının azalması sonrası 2.282,4 mn TL'ye gerilemiştir. 2022 yılında Şirket, 130 mn TL konveyör bandı ve Çankırı ruhsat-tesis yatırımı yapmasına rağmen net borç 17 mn dolarlık anapara ödemesi sonrası 2.260 mn TL'ye gerilemiştir. 2023/06'da ise devam eden Çankırı ve İnağzı ruhsat tesis yatırımı, santral bakım yatırımı ve kül barajı yatırımı için 111 mn TL yatırım yapılması, kısmi de olsa döviz kredisi kaynaklı kur artışı ve TL kredilerde faiz tahakkuku nedeniyle net borç 2.442,7 mn TL'ye yükselmiştir. Artan borçluluğu üretilen EBITDA ile ölçmek daha anlamlı sonuçlar doğurmaktadır. 2020 ve 2021'de Net Borç/EBITDA rasyosu yüksek seyrederken 2022 ve 2023/06'da sırasıyla 2,1x ve 1,8x olarak gerçekleşmiş ve düşük borçluluğa işaret etmiştir. Enerji şirketlerinde genelde net borç/EBITDA rasyosu yüksek seyretmekte olup cari durumdaki 1,8x'lik seviye makul karşılanmıştır. 2023/06 itibarıyla Şirket'in finansal borçlarının tamamına yakını TL bazlı olup artan kur ortamında önemli bir kur riski taşınmamaktadır. 2023/06 itibarıyla TL kredilerde faiz %12 seviyesinde seyrederken dolar kredide faiz oranı %6'dır. İlgili faiz oranları 2021 yılındaki yapılandırmada aşağı çekilmiş ve cari seviyesine ulaşmıştır.

Net Borç & Özkaynak & Finansal Kaldıraç

TLM	2020	2021	2022	2023/06
Nakit ve Nakit Benzerleri	82,1	4,3	24,8	40,5
Diğer Alacaklar*	20,3	9,9	39,1	3,1
Finansal Yatırımlar*	4,3	24,0	21,3	24,9
Kiralama Yük.*	10,8	16,6	21,7	26,0
Uzun Vad. Borç. Kısa Vad. Kıs.	2.000,9	44,1	6,0	2.355,7
Diğer Borçlar*	293,0	36,7	13,5	2,2
Uzun Vadeli Finansal Borç	116,5	2.223,3	2.306,1	127,3
Net Borç (USD)	314,7	175,6	120,8	94,4
Net Borç (TL)	2.314,5	2.282,4	2.262,0	2.442,7
Özkaynak	(1.757,9)	889,9	3.419,5	3.664,8
Net Borç/Özkaynak	-131,7%	256,5%	66,1%	66,7%
Net Borç/EBITDA	34,0	48,8	2,1	1,8
EBITDA**	68,1	46,8	1.067,6	1.360,8

*Uzun ve kısa vadeli kısımları kapsamaktadır.

**2023/06 yıllıklandırılmış EBITDA'yı ifade etmektedir.

İşletme Sermayesi

Dönem sonu veriler yerine yıl ortalamasına göre işletme sermayesi modellenmiştir

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Akmerkez B3 Blok Kat: 3
Plaza 2. Blok No: 4 Kat: 7 D: 18 Ümraniye/İST.
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 26 05
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 0036 787
Mersis No: 0477003678700011 Tic.Sic.No: 271081

Düşük işletme sermayesi. İşletme sermayesi için tüm kalemlerin yıl sonu verileri yerine ilgili yıl içindeki ortalama değerleri kullanılmıştır. Ticari alacak gün süresi dışında tüm gün sürelerinde aynı metodoloji uygulanmış ve pratik bir yaklaşım benimsenmiştir. Ticari alacak gün süresi dışındakilerde 2023 yılı gün süresi için 2022 ve 2023/06 verisinin ortalaması dikkate alınırken 2023 sonrası için son 4 dönem olan 2020-2021-2022-2023/06'nın ortalaması tüm kalemler bazında hesaplanmıştır. Şirket'in ikili ya da spot satışta DUY piyasasındaki peşin satış yaklaşımı 2023 sonundan itibaren benimsenmesine rağmen muhafazakar tarafta kalmak adına DUY piyasasındaki 1 günlük alacak vadesi yerine ticari alacak gün süresi geçmiş veriler de dikkate alınarak projeksiyonda 40 gün olarak alınmıştır. Şirket'in 2020 sonunda -3,3 milyon TL olan işletme sermayesi 2023/06'da 780,1 milyon TL'ye yükselmiştir. Bu dönemde nakit döngüsü -11 günden 68 güne yükselmiştir. İşletme sermayesinin artışıdaki temel etken alacak gün süresindeki artışla birlikte ticari borç gün süresindeki gerilemedir. İkili satışlarda fiyat piyasa ortalama fiyatının üzerinde gerçekleşirken bu durumun temel maliyeti ise alacak vadelerinin açılmasıdır. Bununla birlikte dönem arası mevsimsel etki ve enflasyonun vadesi kısa gün sürelerine yansımaya karşılık henüz son 1 yıllık satışlara yeteri kadar yansımaması ve dönem sonu satışlarda enflasyonun daha yoğun hissedilecek olması sebebiyle ara dönemde gün süreleri normalize olamamaktadır. Bu yüzden ara dönem yerine dönem sonu verileri ile gün sürelerinin test edilmesi daha makul görülmektedir. 2020, 2021, 2022, 2023/06'da -%0,7, %1,5, %8,1 ve %19,3 olan işletme sermayesi satış rasyosunun 2023 sonunda %13,7 ve projeksiyonda ortalama %6,4 olacağı öngörülmektedir. 2038 yılında faydalı ömür tamamlandığı için birikmiş işletme sermayesi değere eklenmiştir.

İşletme Sermayesi (mTL)	2020	2021	2022	2023/06	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T
Ticari Alacak, Ort.	59	67	313	844	645	661	750	801	872	924
Stoklar, Ort.	23	33	85	189	152	214	245	265	289	311
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	2	3	30	30	35	34	40	43	47	50
Diğ. Dön. Var., Ort.	0	3	3	-	2	9	10	10	11	12
Ticari Borç., Ort.	70	78	132	192	183	430	493	532	582	626
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	17	19	28	91	65	117	134	145	158	171
Satışlar	462	630	3.352	4.041	4.269	6.063	6.886	7.348	8.002	8.483
SMM+Faaliyet Gid-Amortisman	393	588	2.379	2.908	3.015	3.964	4.549	4.912	5.367	5.776
Ticari Alacak Gün Süresi	46	39	34	76	55	40	40	40	40	40
Stok Gün Süresi	21	21	13	24	18	20	20	20	20	20
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	2	2	5	4	4	3	3	3	3	3
Diğ. Dön. Var. Gün	0	2	0	-	0	1	1	1	1	1
Ticari Borç Gün Süresi	65	49	20	24	22	40	40	40	40	40
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	16	12	4	11	8	11	11	11	11	11
Nakit Döngüsü	- 11	3	28	68	48	13	13	13	13	13
İşletme Sermayesi (mTL)	(3,3)	9,4	272,8	780,1	586,4	370,6	417,3	440,9	478,9	501,2
Değişim		12,8	263,4	507,2	313,6	(215,9)	46,7	23,6	38,0	22,3
İşletme Sermayesi Değişimi (m\$)		1,4	15,9	25,5	13,2	(6,8)	1,4	0,6	1,0	0,5
İşletme Sermayesi/Satış	-0,7%	1,5%	8,1%	19,3%	13,7%	6,1%	6,1%	6,0%	6,0%	5,9%

İşletme Sermayesi (mTL)	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Ticari Alacak, Ort.	1.003	1.124	1.236	1.313	1.460	1.618	1.738	1.916	2.120	2.302
Stoklar, Ort.	339	377	414	446	493	544	590	649	715	780
Peşin Ödenmiş Gid., Ort.	55	61	67	72	80	88	95	105	115	126
Diğ. Dön. Var., Ort.	13	15	16	17	19	21	23	25	28	30
Ticari Borç., Ort.	683	758	832	897	992	1.094	1.186	1.305	1.438	1.569
Diğ. Kısa Vad. Yük., Ort.	186	207	227	244	270	298	323	356	392	428
Satışlar	9.204	10.320	11.343	12.052	13.402	14.853	15.949	17.584	19.459	21.128
SMM+Faaliyet Gid-Amortisman	6.298	6.993	7.680	8.277	9.149	10.093	10.943	12.038	13.271	14.476
Ticari Alacak Gün Süresi	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Stok Gün Süresi	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
Peş. Ödenmiş Gid. Gün Süresi	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3
Diğ. Dön. Var. Gün	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Ticari Borç Gün Süresi	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
Diğ. Kısa Vad. Yük. Gün Süresi	11	11	11	11	11	11	11	11	11	11
Nakit Döngüsü	13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
İşletme Sermayesi (mTL)	541,4	612,2	673,4	706,7	790,0	879,0	935,9	1.033,9	1.148,0	1.241,4
Değişim	40,3	70,8	61,2	33,2	83,4	88,9	56,9	98,0	114,1	93,4
İşletme Sermayesi Değişimi (m\$)	0,9	1,5	1,2	0,6	1,4	1,4	0,9	1,4	1,5	(14,0)
İşletme Sermayesi/Satış	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%

Nakit Akışı

Değerleme standartlarının izin verdiği ölçüde nakit akımlarının dönem ortasında oluşacağı varsayılırken İNA modeli 309,1 mn \$ değer tespit etmiştir. 30 Haziran 2023 tarihli nakit akım değeri değerlendirme tarihi olan 6 Eylül 2023'e özsermaye maliyeti ile getirilmiştir.

2023 yılı nakit akımından 2023/06'da oluşan nakit akımı çıkarılarak model kurgulanmıştır

İNA yaklaşımı ile iskonto öncesi pay başı 59,02 TL değer. 2023-2038 arası dönemde Şirket yönetimiyle yapılan görüşmeler neticesinde İnfo Yatırım tarafından hazırlanan nakit akış modeli aşağıda gösterilmektedir. 2023 yılında 2022 yılında yükselen elektrik fiyatlarının normalize olmaya başlaması ile satışlar ve EBITDA'da dolar bazlı kısmi gerileme beklenmektedir. Bu durum enerji sektöründeki birçok şirket için geçerlidir. Sonraki yıllarda satışlardaki artış dolar enflasyonu ve elektrik fiyatlarının dolar bazlı talep beklentisine göre modellenmiş ve üretim seviyesinin değişmeyeceği varsayılmıştır. 2025 sonrası dolar bazlı satışlardaki büyümenin yavaşlıyor olması nükleer santralin devreye girmesi kaynaklıdır. 2022 ve 2023'te sırasıyla %31,8 ve %33,3 olan EBITDA marjının 2024'te Çankırı tesisinin devreye girmesi ile düşen birim maliyetler sonucu %34,6'ya yükselmesi öngörüldükçe sonraki yıllarda nükleer tesisin devreye girmesi sonucu dolar bazlı baskılanan elektrik fiyatlarının etkisiyle EBITDA marjının yıllara sari 2022-2023 ortalamasının hafif altına gerilemesi beklenmektedir. Şirket 2023 yılında Çankırı yatırımını tamamlayarak büyük oranda yatırımlarını bitirdiği için idame yatırımları modellenmiştir. İşletme sermayesi Şirket'in geçmiş verileri ve iş modelinde beklenen aksiyonlara göre modellenmiştir. Halka açıklık oranı asgari seviyede %20 şartını sağladığı için projeksiyondaki 5 yıl için kurumlar vergisinden %2 istisna modelde varsayılmıştır. Santralin faydalı ömrü 2038'de tamamlanmaktadır. Şirket 2063 yılına kadar lisansa sahiptir. 2038 sonrası planlama, lisansın kullanımı ve yapılacak yatırım o dönemin ekonomik konjonktürüne göre belirleneceği, bugünden ilgi yatırım fizibilitesinin tahmin edilmesinin kolay olmayacağı ve muhafazakar tarafta kalmak adına nakit akışları lisan süresi 2038'den sonra devam etmesine rağmen faydalı ömür olan 2038 yılında durdurulmuştur.

İNA (m\$)	2020	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Net Satışlar	66	71	202	180	191	202	202	205	203	206
Değişim		8%	185%	-11%	6%	6%	0%	2%	-1%	1%
EBITDA	10	5	64	60	66	69	67	68	65	65
Değişim		-46%	1126%	-7%	10%	4%	-3%	1%	-4%	0%
EBITDA Marjı	14,8%	7,4%	31,8%	33,3%	34,6%	33,9%	33,1%	32,9%	31,9%	31,6%
Esas Faaliyet Karı	3	-6	48	39	45	47	46	46	44	44
Değişim		a.d.	a.d.	-20%	15%	6%	-4%	2%	-6%	1%
Vergi	22,0%	25,0%	23,0%	25,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	25,0%
Operasyonel Vergiler	-	-	-	(10)	(10)	(11)	(10)	(11)	(10)	(11)
Amortisman	(7)	(10)	(16)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
Net Yatırım Giderleri	(2)	(2)	(8)	(11)	(4)	(3,6)	(3,7)	(3,8)	(3,8)	(3,9)
Yatırım/Satış	3,3%	3,0%	3,9%	6,3%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%
Yatırım/Amortisman	0,3	0,2	0,5	0,5	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
İşletme Sermayesi Değiş.		(1)	(16)	(13)	7	(1,4)	(0,6)	(1,0)	(0,5)	(0,9)
Kaldıraçsız Nakit Akımı			41	31	59	53	52	52	51	49
Değişim				-%24,7	%93	-%10,5	-%1,4	%0	-%3,3	-%2,3
AOSM				12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı				30	53	42	37	33	29	25

İNA (m\$)	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Net Satışlar	216	222	221	229	237	238	245	254	258
<i>Değişim</i>	5%	3%	-1%	4%	4%	0%	3%	3%	1%
EBITDA	70	72	69	73	76	75	77	81	81
<i>Değişim</i>	7%	3%	-4%	5%	5%	-2%	4%	4%	0%
EBITDA Marjı	32,2%	32,3%	31,3%	31,7%	32,0%	31,4%	31,5%	31,8%	31,5%
Esas Faaliyet Karı	48	50	48	51	55	53	56	59	60
<i>Değişim</i>	10%	4%	-5%	8%	6%	-2%	5%	6%	1%
Vergi	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
Operasyonel Vergiler	(12)	(13)	(12)	(13)	(14)	(13)	(14)	(15)	(15)
Amortisman	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
Net Yatırım Giderleri	(4,0)	(4,1)	(6,6)	(6,9)	(7,1)	(7,1)	(7,4)	(7,6)	(7,7)
<i>Yatırım/Satış</i>	1,8%	1,8%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
<i>Yatırım/Amortisman</i>	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4
İşletme Sermayesi Değiş.	(1,5)	(1,2)	(0,6)	(1,4)	(1,4)	(0,9)	(1,4)	(1,5)	14,0
Kaldıraçsız Nakit Akımı	52	54	50	52	54	53	55	57	72
<i>Değişim</i>	%5,6	%3,3	-%7,3	%3,3	%4,4	-%0,8	%2,3	%3,9	%27,6
AOSM	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%	12,1%
İndirgenmiş Nakit Akımı	23	22	18	17	15	14	12	12	13

Firma Değeri-\$	393,7
Net Borç-\$	94,4
İnağzı Yatırımı-\$	2,4
Piyasa Değeri (30.06.2023-\$)	301,6
Piyasa Değeri (06.09.2023-\$)	309,1
Piyasa Değeri (06.09.2023-TL)	8.287,0
06.09.2023 USD/TL	26,8
Hisse Sayısı	140
Hisse Fiyatı-TL	59,02

İNA Varsayımları

Info makro modelin verdiği enflasyon ve kur beklentileri kullanılmıştır

Merkez Bankası ve piyasa beklentilerinin altında kur beklentileri modele entegre edilirken dolar bazlı değerlemede ve geliri Çates gibi dolar olan şirketler için TL bazlı giderler nedeniyle kur beklentisinin artması TL bazlı giderleri dolar bazlı azalttığı için yüksek kur beklentisi değeri artırdığı için muhafazakar bir yaklaşım benimsenmiştir

Makro tahminler ve vergi oranı. Geçmiş veriler, Info Makro model ve Merkez Bankası tahminleri dikkate alınarak kur, enflasyon ve vergi varsayımları modele entegre edilmiştir. 2024 ve 2025 için Merkez Bankası'nın beklediği enflasyon hedeflerinin üzerinde enflasyon tahmini modele entegre edilirken dolar/TL yıl sonu ve yıl içi ortalama tahminlerimiz Merkez Bankası beklentilerinin altındadır. Şirket için dolar bazlı bir değerlendirme modeli kurgulandığı için dolar/TL yıl içi ortalama varsayımları önem arz etmektedir. Şirket gelirleri doğrudan dolar bazlı olduğu için kur tahminleri gelirleri etkilemese de TL bazlı giderleri dolar modele çevirirken etkilemektedir. Dolar/TL tahminlerini piyasada beklediği ve Merkez Bankası beklentilerine paralel yukarı çektiğimizde projeksiyonda TL bazlı giderler dolar bazlı daha düşük gerçekleşecek ve Şirket'in geliri dolar bazlı olduğu için değişmeyeceği için bu durum Şirket'in dolar bazlı EBITDA tahminlerini yukarı çekerek değeri yükseltecektir. Muhafazakar tarafta kalmak adına dolar/TL tahminlerimizi Orta Vadeli Program beklentilerinin altında modelde tutmaya devam ettik. Kurumlar vergisi projeksiyon dönemi boyunca %25 alınırken halka arz sonrası 5 yıl %2'lik vergi istisnası modele entegre edilmiştir. Bununla birlikte beklentimiz deprem ve seçim nedeniyle bütçe açığını düzeltmek adına artırılan kurumlar vergisinin 2025 yılında tekrar %20'ye indirileceği yönündedir. Benzer durum 2020 yılında da yapılmış ve 2022'de vergi, oranı tekrar %20'ye çekilmiştir. Yine de muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyon boyunca kurumlar vergisi %25 olarak modelde sabit tutulmuştur. Santralin faydalı ömür 2038'de sonlanacağı için tüm makro tahminler 2038 yılına kadar gerçekleştirilmiştir.

Makro Tahminler	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Kur Beklentileri											
USD/TL Dönem Sonu	Oran	18,72	25,87	29,73	29,73	32,46	34,73	37,16	39,77	42,55	45,53
USD/TL Ortalama	Oran	16,56	19,85	27,80	23,83	31,81	34,04	36,42	38,97	41,70	44,62
Enflasyon											
Enflasyon, TRY (%)	%	64,27%	19,77%	45,23%	65,00%	40,00%	20,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Enflasyon, USD (%)	%	7,01%	2,74%	2,26%	5,00%	4,50%	3,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Enflasyon, USD	Endeks	1,00	1,03	1,05	1,05	1,10	1,13	1,15	1,18	1,20	1,22
Vergi Oranları											
Kurumlar Vergisi	%	23,00%	25,00%	25,00%	25,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	25,00%
KDV	%	18,00%	18,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

Makro Tahminler	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Kur Beklentileri										
USD/TL Dönem Sonu	Oran	48,71	52,12	55,77	59,68	63,85	68,32	73,11	78,23	83,70
USD/TL Ortalama	Oran	47,74	51,08	54,66	58,48	62,58	66,96	71,65	76,66	82,03
Enflasyon										
Enflasyon, TRY (%)	%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Enflasyon, USD (%)	%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Enflasyon, USD	Endeks	1,25	1,27	1,30	1,32	1,35	1,38	1,41	1,43	1,46
Vergi Oranları										
Kurumlar Vergisi	%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
KDV	%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%

İNA Varsayımları

İkili anlaşma gereği Şirket PTF fiyatlarının binde 7 üzerinden elektrik satabilmekte olup ikili anlaşma fiyatı dolar bazlı belirlenmiştir. Bununla birlikte modelde PTF fiyatlarına bir prim konulmamıştır.

Yenilebilir enerji, Yatağan termik santral ve Ege bölgesinin dağıtım şirketlerini barındıran entegre bir grupta bulunulması nedeniyle Şirket diğer santrallere göre daha düşük dengesizlik oranına tabi olabilmektedir

Fiyat ve üretim varsayımları. Yılın ilk yarısında AUF devrede olduğu için elektrik fiyatı 81,2 dolar olarak gerçekleşmiştir. AUF 2022 yılında artan elektrik fiyatlarını dengelemek için getirilmiş ve 2022'de elektrik fiyatları 150 dolarları aşmıştır. Cari durumda ise elektrik fiyatlarının dengelenmesi nedeniyle AUF'un ikinci yarıyıldan kaldırılacağı beklenmektedir. Buna göre PTF fiyatlarının Şirket için yılın kalanı ve projeksiyon döneminde geçerli olacağı kanaati oluşmuştur. Zaten PTF fiyatları AUF'un altındayken Şirket için de PTF fiyatları temel göstergedir. Yılın ikinci yarısında Temmuz-Ağustos döneminde PTF fiyatları 78,6 dolar olarak gerçekleşmiştir. Son 3 yıla bakıldığında yılın ikinci yarısında fiyatların artması genel temayüddür. Son 1 aylık ortalamada ise PTF fiyatları 82 dolar seviyesindedir. Yılın kalan 4 ayında PTF fiyatlarının 84 dolar olacağı; 2023 yılının ikinci yarısında ortalama elektrik fiyatlarının 82,2 dolar olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Sonraki yıllarda ise Şirket'in arz ve talep dengesine göre geliştirdiği varsayımlardan faydalanılmıştır. Projeksiyon boyunca elektrik fiyatlarını dolar bazlı enflasyon ve reel talebin etkileyeceği öngörülmüştür. 2024 ve 2025'te reel talep nedeniyle elektrik fiyat artışının gerçekleşeceği ve 2025 sonrası nükleer santralin devreye girmesi ile reel talebin elektrik fiyatlarında aşağı yönlü baskı oluşturacağı ve ilgili baskıların 2029 yılına kadar geçerli olacağı varsayılmıştır. 2029 ve sonrasında ise yeniden arz ve talep dengesi ile elektrik fiyatlarında kısmi artış olacağı modellenmiştir. Yakın dönemde halka arz olan ve kömüre dayalı santrali olan İzdemir Enerji'nin fiyat tespit raporu incelenmiş ve projeksiyonumuzda tahmin edilen PTF fiyatlarının İzdemir modelinin altında olduğu ve daha muhafazakar bir yaklaşım benimsendiği görülmüştür. Şirket, 2023/06'da bakım nedeniyle düşük KKO ile çalışırken mevcut veriler ışığında yılın ikinci yarısında %77,6 KKO beklenmekte ve 2023 yılı için ortalama %72,64 KKO varsayılmaktadır. 2023 yılı beklenen KKO seviyesinin projeksiyon dönemi boyunca devam edeceği varsayılmıştır. İç tüketim oranı için 2023 yılında büyük oranda kesinleşen %8,87'nin projeksiyon boyunca geçerli olacağı varsayılmıştır. Aynı şekilde dengesizlik oranı için 2023 yılı verisi olan %0,15'in projeksiyon boyunca geçerli olacağı modellenmiştir. Şirket birçok termik santrale göre daha düşük dengesizlik oranına sahiptir. Bu durumun temel sebebi dağıtım, elektrik üretim, termik ve yenilebilir enerji santrali gibi enerji sektöründe her segmente hitap eden entegre bir yapının bulunmasıdır.

Fiyat Varsayımları	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ort. Satış Fiyatı	₺/MWh	1.711	1.935	2.279	2.119	3.016	3.424	3.653	3.978	4.216	4.574
Ort. Satış Fiyatı	\$/MWh	103,3	97,4	82,0	88,9	94,8	100,6	100,3	102,1	101,1	102,5
AUF, nominal	\$/MWh			81,8							
PTF, nominal	\$/MWh			82,2		94,8	100,6	100,3	102,1	101,1	102,5
PTF, real	\$/MWh					86,4	89,0	87,0	86,8	84,3	83,8

Fiyat Varsayımları	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Ort. Satış Fiyatı	₺/MWh	5.129	5.638	5.989	6.660	7.381	7.924	8.737	9.669	10.498
Ort. Satış Fiyatı	\$/MWh	107,4	110,4	109,6	113,9	118,0	118,3	122,0	126,1	128,0
AUF, nominal	\$/MWh									
PTF, nominal	\$/MWh	107,4	110,4	109,6	113,9	118,0	118,3	122,0	126,1	128,0
PTF, real	\$/MWh	86,1	86,7	84,4	86,0	87,3	85,9	86,8	88,0	87,5

Üretim Varsayımları	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Üretim Girdileri											
Kurulu Güç	MW	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
KKO	%	67,74%	67,69%	77,60%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%
Brüt Üretim	GWh	1.867	933	1.070	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003
İç Tüketim Oranı	%	9,04%	9,07%	8,70%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%
Net Üretim	GWh	1.699	848	977	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825
Dengesizlik Oranı	%	0,24%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%

Üretim Varsayımları	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Üretim Girdileri										
Kurulu Güç	MW	315	315	315	315	315	315	315	315	315
KKO	%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%	72,64%
Brüt Üretim	GWh	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003
İç Tüketim Oranı	%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%	8,87%
Net Üretim	GWh	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825
Dengesizlik Oranı	%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%	0,15%

İNA Varsayımları

2024 yılında birim maliyeti düşük TTK ve Çankırı tesisinin payının kömür tedarikinde payının artması Şirket'in EBITDA marjını artıran temel etkenlerdir

TTK, Şirket'in bulunduğu il olan Zonguldak'ta olması sebebiyle Şirket'e nakliye avantajı sunmaktadır

Çankırı Şirket'in 2023 yılında kendi maden sahası yatırımı olup toplam tedarikin %12'sinin 2024'ten itibaren karşılayarak birim maliyetleri düşürecek

2024 yılında ortalama kurdaki artış, nakliye avantajı sağlayan TTK kömür tedarik payının artması ve Çankırı yatırımının devreye girmesi ile EBITDA'da önemli bir artış beklenmektedir

Çankırı tesisinde 31 mn ton kömür rezervi bulunurken 2022'de ruhsat alınıp 2023'te tesis yatırımı yapılan maden sahasında 10 yıllık ruhsat süresi bulunmakta

Kömür tüketimi ve yatırımlar. Şirket, elektrik üretimi için kazanı ısıtmak adına kömür tüketmektedir. Linyit santrallerde kömürün kalorifik değeri daha düşük olduğu için birim elektrik üretimi için daha fazla kömüre ihtiyaç duyulmaktadır. Şirket ise mevcut santralinin yüksek kalorifik kömürü tüketmeye uygun olması ve kalorifik değeri yüksek taş kömürü kullanılması nedeniyle birim elektrik için daha düşük kömüre ihtiyaç duymakta ve bu durum verimlilik ve kar marjını artırmaktadır. Linyit kömürünün kalorifik değeri 2000-3000 kaloride olması daha fazla kömür ile enerji üretimi anlamına gelirken santralde kullanılan kömürde kalorifik değer 6000 seviyesine kadar çıkabilmekte ve hammadde ihtiyacını ilgili değer azaltmaktadır. 2022 yılında birim elektrik üretimi için 0,82 ton kömür kullanılırken büyük oranda kesinleşen 2023 yılında ise ilgili oran 0,78 seviyesine gerilemiştir. Son 2 yılda santrale verimlilik adına yapılan yatırımlar ve ithal kömürün kullanımının artması ilgili verimlilik artışında etkili olmuştur. Rapor tarihi itibarıyla bu oranın 0,73'e kadar gerilediği ifade edilmiştir. Şirket mühendisleri projeksiyon boyunca 2023 yılı verisi olan 0,78'in geçerli olacağını beklerken muhafazakar tarafta kalmak adına 2022 yılı verisi olan 0,82 projeksiyonda kullanılmıştır. Şirket kömürü TTK (Türkiye Taş Kömürü Kurumu), ithal kömür ve rödevansçılardan tedarik etmektedir. TTK Zonguldak'ta olup Çates'e yakın olması sebebiyle Şirket önemli bir nakliye avantajına sahiptir. Şirket taş kömürü yakabilen nadir santrallerden biri olması sebebiyle hem daha verimlidir hem de TTK'dan kömür alabilmektedir. TTK kömür tedarikinde daha standart bir yapıda olması sebebiyle Şirket'in kömür tedarikinde temel tercihidir. Bununla birlikte özel maden ruhsatına sahip özel üreticilerden de Şirket kömür alabilmektedir. 2022 yılından itibaren Şirket, kömür ithal etmeye de başlamıştır. İthal kömürün kalorifik değeri en yüksek seviyede yer alırken taş kömürü ve yerel rödevansçılarda bir tık aşağıda olsa da yine önemli bir kalorifik değer bulunmaktadır. Bununla birlikte birçok rödevansçının bulunması, tamamının farklı yapıda sözleşmeler ve şartlar ile çalışması, tamamında farklı kalorifik değer ve fiyatların olması kalorifik değerde paçallama da belli bir kaliteyi yakalaması gereken Şirket için operasyonel yük oluşturmaktadır. Kömür fiyatlarının arttığı ya da pandemi gibi durumlarda da TTK'dan kömür tedarikinde sıkıntılar olabilmektedir. Şirket bu durumları hedge etmek adına 2022 yılında ithal kömüre başlarken 2023 yılında Çankırı'da kendine bir maden ruhsatı satın almış ve tesis yatırımını büyük oranda tamamlamıştır. 2022 yılında toplam tüketimde ithal kömür %10 pay alırken projeksiyonda bu durumun korunacağı beklenmektedir. 2023'te %43 olan TTK payının projeksiyonda %47'ye çıkarılması hedeflenmektedir. Bu durum kalorifik değeri atılarak verimlilik sağlayacak, nakliye avantajı getirerek kar marjını artıracak ve tek tip standartta ve daha ucuza kömür tedarik edilmiş olacaktır. Şirket 2023 yılında yaptığı Çankırı yatırımı ile 2024'ten itibaren kömür tedarikinin %12'sinin projeksiyon boyunca kendi sahasından sağlayacak olup bu durum birim maliyetleri düşürerek kar marjını 2024 yılında artıracaktır. Böylece yerel rödevansçıların payı 2024'ten itibaren 2023'te %48 olan seviyesinden %32'ye gerileyecek ve projeksiyon boyunca korunacaktır. İthal kömür fiyatlarının dolar enflasyonu ile artması beklenirken TTK, yerel rödevansçılar ve Çankırı tesisi kömür birim fiyatlarının PTF fiyatları ile körele artması öngörülmektedir. Şirket 2022 ve 2023'te kül havuzu, bakım onarım, konveyör bandı, Çankırı ve İnağzı maden ruhsatı ve Çankırı kurutma tesisi yatırımlarını tamamlamış olup projeksiyon döneminde sadece idame yatırımları yapacaktır. 2022-2023 yıllarında idame yatırımların satış payı dikkate alınarak 2023-2031 arasında gelirlerin %1,8'i kadar kapasiteyi koruma yatırımı modele entegre edilirken 2032-2038 arası ilgili satış payının %3'e yükseleceği varsayılmıştır. .

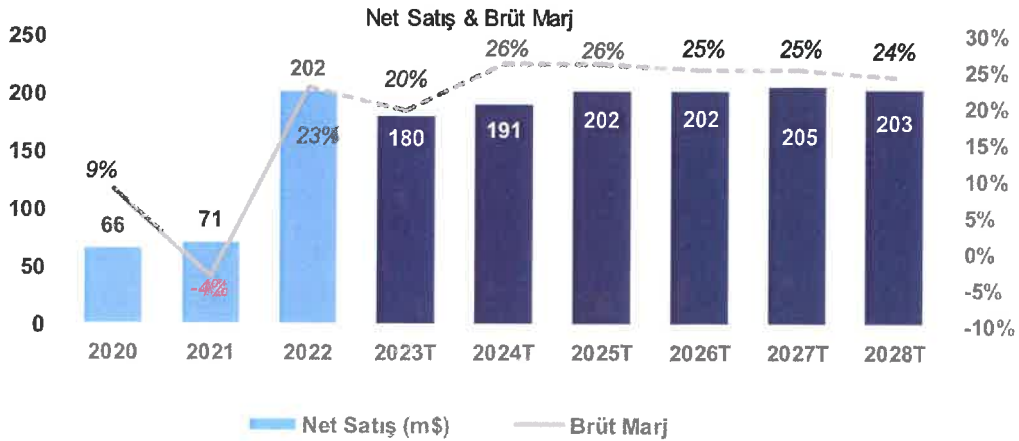
Kömür Varsayımları	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Kömür Tüketimi											
Ort. Kömür Maliyeti	₺/Ton	1.053	1.286	1.154	1.215	1.467	1.654	1.774	1.933	2.063	2.241
Üretim Başı Kömür	Ton/MWh	0,82	0,77	0,79	0,78	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Kömür Tüketimi	000 Ton	1.535	722	850	1.572	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646
Kömür Tüketimi Hacim Kırılımı											
TTK	%		40%	45%	43%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
İthal Kömür	%		10%	8%	9%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Yerel Kömür	%		50%	47%	48%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Çankırı Linyit Tesisi	%		0%	0%	0%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Kömür Varsayımları	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Kömür Tüketimi										
Ort. Kömür Maliyeti	₺/Ton	2.497	2.741	2.930	3.244	3.582	3.861	4.247	4.685	5.092
Üretim Başı Kömür	Ton/MWh	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82
Kömür Tüketimi	000 Ton	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646
Kömür Tüketimi Hacim Kırılımı										
TTK	%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%	47%
İthal Kömür	%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
Yerel Kömür	%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%	32%
Çankırı Linyit Tesisi	%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Yatırımlar	Birim	2022	2023/06	2023 2. 6 Ay	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Santral İdame Yatırımları	₺ m	(32)	(23)	(106)	(129)	(111)	(123)	(134)	(146)	(160)	(174)
Çankırı Orta Tesis	₺ m	(50)	(37)	(9)	(46)						
Çankırı Orta Ruhsat	₺ m	(28)	-	-	-						
İnağzı Ruhsat	₺ m	-	(47)	(10)	(57)						
Konveyör Bandı	₺ m	(20)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kül Havuzu	₺ m	-	(4)	(35)	(39)	-	-	-	-	-	-
Toplam	₺ m	(130)	(111)	(160)	(271)	(111)	(123)	(134)	(146)	(160)	(174)

Yatırımlar	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Santral İdame Yatırımları	₺ m	(190)	(207)	(362)	(402)	(446)	(478)	(528)	(584)	(634)
Çankırı Orta Tesis	₺ m									
Çankırı Orta Ruhsat	₺ m									
İnağzı Ruhsat	₺ m									
Konveyör Bandı	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Kül Havuzu	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Toplam	₺ m	(190)	(207)	(362)	(402)	(446)	(478)	(528)	(584)	(634)

Grafik:2 2023 yılında elektrik fiyatlarındaki normalizasyonla net satışlarda gerileme beklenirken 2024 yılında Çankırı'nın devreye girmesi ile brüt marjda artış öngörülmektedir...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

İNA Varsayımları

Kömür yakımı sonrası oluşan küller önemli bir kısmı çimento fabrikalarına olmak üzere satılırken 2023 yılında kül birim fiyatında kayda değer bir büyüme olması deprem kaynaklı çimento fabrikalarının yoğun talebinin bir sonucudur

Kömür öncesinde kazanı ısıtmak için yardımcı yakıt olarak fuel oil kullanılmaktadır.

Diğer gider ve gelir varsayımları. Kömür yakımı sonrası oluşan küller önemli bir kısmı çimento fabrikalarına olmak üzere satılmaktadır. Linyit kömürle çalışan santrallerde kalorifik değer düşük olduğu için daha az kül çıkarken taş kömürüne dayalı santrallerde daha fazla kül geliri olmaktadır. 2023 yılında önemli oranda gerçekleşen 202 ton külün gelecek yıllar için de geçerli olacağı varsayılmıştır. Teknik ekip elektrik üretim tahminlerine göre kül çıktısını tahmin etmektedir. 2023 yılı KKO seviyesinin projeksiyonda korunacak olması sebebiyle 2023 yılı kül satış tonajı projeksiyonda dikkate alınmıştır. 2023 yılında kül birim fiyatında kayda değer bir büyüme olması deprem kaynaklı çimento fabrikalarının yoğun talebinin bir sonucudur. 2023 sonrasında ise ortalama enflasyon kadar birim fiyatların artacağı modellenmiştir. Kömür öncesinde kazanı ısıtmak için yardımcı yakıt olarak fuel oil kullanılmaktadır. Bazı santraller doğalgaz da kullanabilmektedir. 2023 yılı birim elektrik tüketimi için gerekli fuel oil miktarının projeksiyon boyunca korunacağı varsayılırsa birim fuel oil maliyetinin beklenen enflasyon kadar artacağı modellenmiştir. Bir diğer maliyet kalemi olan sodyum bikarbonat kömür yakımı sonrası çevreye zarar veren baca gazı filtrelemesi için kullanılmaktadır. Kullanılan kömürün kalitesi arttıkça sodyum bikarbonat kullanımı azalmaktadır. 2023/06'da sodyum bikarbonat gideri oluşmamasına rağmen 2022 yılı verisi kullanılarak muhafazakar tarafta kalmak adına projeksiyonda sodyum bikarbonat gideri bölünmüştür. 2022 yılında 1 birim elektrik kullanımı için kullanılan sodyum bikarbonat hacmi projeksiyon boyunca kullanılırken dolar bazlı bir ürün olması sebebiyle birim maliyet dolar enflasyonu ile artırılmıştır. Kömür santralleri baz yük çalıştıkları için yerli kömür kullanmaları durumunda kapasite geliri kazanmaktadır. Şirket 2022 yılında 8 mn TL kapasite geliri kazanmıştır. 2023 yılında ise kalorifik değeri artırmak, kömür tedarikini çeşitlendirmek ve kömür verimliliğini artırmak adına daha fizibil olduğu için ithal kömür kullanılması sonrası kapasite geliri oluşmamıştır. Projeksiyon döneminde de ithal kömür modelde yer aldığı için herhangi bir şekilde kapasite geliri yazılmamıştır. Ayrıca Şirket primer frekansta yer aldığı için TEİAŞ'tan teknik bir hesaplama ile primer frekans geliri almaktadır. TEİAŞ'ın elektrik alt yapısını dengelemesi için santrallere bazı emirler verebilmesi nedeniyle böyle bir gelir elde edilmektedir.

Diğer Varsayımlar	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Kül Geliri Girdileri											
Kül Satış Fiyatı	₺/Ton	60	96	135	116	163	196	215	237	260	286
Miktarsal Satış	000 Ton	162	97	105	202	202	202	202	202	202	202
Fuel Oil Maliyet Girdileri											
Fuel Oil Maliyeti	₺/Ton	11.147	11.762	13.039	12.543	17.561	21.073	23.180	25.498	28.048	30.853
Üretim Başı Fuel Oil	Ton/MWh	0,004	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Fuel Oil Hacmi	'000 Ton	8	2	4	6	5	5	5	5	5	5
Sodyum Bikarbonat Maliyet Girdileri											
Sodyum Bikarbonat Maliyeti	\$/Ton	420	672	672	672	702	723	738	753	768	783
Sodyum Bikarbonat Maliyeti	₺/Ton	6.953	13.342	18.682	18.682	22.339	24.620	26.870	29.326	32.007	34.932
Üretim Başı Sodyum Bikarbonat	Ton/MWh	0,001	-	0,001	0,000	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Sodyum Bikarbonat Hacmi	'000 Ton	1	-	1	1	2	2	2	2	2	2
Diğer Gelir Varsayımları											
Kapasite Geliri	₺ m	8	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Primer Frekans	\$/MWh	2,5	2,6	1,2	3,6	3,5	3,7	3,7	3,7	3,7	3,7

Diğer Varsayımlar	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Kül Geliri Girdileri										
Kül Satış Fiyatı	₺/Ton	315	346	381	419	461	507	558	614	675
Miktarsal Satış	000 Ton	202	202	202	202	202	202	202	202	202
Fuel Oil Maliyet Girdileri										
Fuel Oil Maliyeti	₺/Ton	33.938	37.332	41.065	45.171	49.688	54.657	60.123	66.135	72.749
Üretim Başı Fuel Oil	Ton/MWh	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003	0,003
Fuel Oil Hacmi	'000 Ton	5	5	5	5	5	5	5	5	5
Sodyum Bikarbonat Maliyet Girdileri										
Sodyum Bikarbonat Maliyeti	\$/Ton	799	815	831	847	864	882	899	917	936
Sodyum Bikarbonat Maliyeti	₺/Ton	38.125	41.610	45.413	49.563	54.093	59.038	64.434	70.323	76.750
Üretim Başı Sodyum Bikarbonat	Ton/MWh	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001
Sodyum Bikarbonat Hacmi	'000 Ton	2	2	2	2	2	2	2	2	2
Diğer Gellr Varsayımları										
Kapasite Geliri	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Primer Frekans	\$/MWh	3,9	4,0	4,0	4,2	4,3	4,3	4,5	4,6	4,7

İNA Varsayımları

2022 sonunda sistem kullanım bedelinde önemli bir artış yaşandı

2022 sonunda sistem kullanım bedelinde 2,5 kat artış yaşandı. Sistem kullanım bedeli santralin bulunduğu bölgeye göre TEİAŞ tarafından belirlenen bir formüle göre hesaplanmaktadır. Sistem kullanım bedeli tarife modülleri birim bazlı enflasyona paralel projeksiyon döneminde artırılmıştır. Bununla birlikte formülün değişken kısmı üretime göre modellenmiştir. 2022 yılı sonunda TEİŞ sistem kullanım bedelini tüm enerji şirketleri için yaklaşık 2,5 kat artırdığı için 2023 yılında sistem kullanım bedeli giderleri 2022 yılına göre önemli bir oranda artmıştır. TEİAŞ genelde böyle bir artış yapmadığı için bazı şirketler ilgili artışı dava sürecine taşımıştır. Santral yatırımını tamamladığı ve yeni bir kapasite yatırımı olmayacağı için SMM ve faaliyet giderlerinde yeni bir personel alımı planlanmamaktadır. Halka arz nedeniyle YK üyelerinde gerçekleştirilecek gider artışları ve 2023/06 ara dönem ücret iyileştirmeleri modelde dikkate alınmıştır. SMM ve faaliyet giderlerindeki diğer tüm kalemler beklenen enflasyona paralel artırılmıştır.

Diğer Varsayımlar	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
-------------------	-------	------	---------	------------	------	------	------	------	------	------	------

Sistem Kullanım Bedeli Varsayımları

Sistem Kullanım Sabit Tarife	₺m/MW	0,0	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3
Sistem Kullanım Değişken Tarife	₺/MWh	17	60	60	60	84	101	111	122	134	147
Sistem Yönetimi - Değişken	₺/MWh	8	33	33,3	33	47	56	62	68	75	82
İletim İlave Ödeme	%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Sistem Kullanım - Sabit Tarife (Tüketim)	₺m/MW	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4
Sistem Kullanım - Tüketim Bazı	MW	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3

Diğer Maliyet Varsayımları

Diğer Fuel Oil Maliyeti	₺ m	(7)	(6)	(7)	(13)	(18)	(21)	(23)	(26)	(28)	(31)
İşçilik-Personel Maliyetleri	₺ m	(100)	(80)	(166)	(245)	(343)	(412)	(453)	(499)	(548)	(603)
İşçilik - SMM	₺ m	(90)	(71)	(153)	(225)	(315)	(377)	(415)	(457)	(502)	(553)
Personel - Faaliyet Gid.	₺ m	(10)	(8)	(12)	(21)	(29)	(35)	(38)	(42)	(46)	(51)
Sarf Malzemeler (₺)	₺ m	(17)	(15)	(42)	(56)	(79)	(95)	(104)	(115)	(126)	(139)
Sarf Malzemeler (\$)	\$ m	(1)	(0,3)	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Sarf Malzemeler (\$) Faaliyet Gid.	\$ m	(1)	(1,8)	(3)	(4)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Bakım Maliyetleri SMM	₺ m	(29)	(15)	(15)	(30)	(42)	(51)	(56)	(61)	(67)	(74)
Bakım Maliyetleri Faaliyet Gid.	₺ m	(39)	(36)	(37)	(73)	(103)	(123)	(135)	(149)	(164)	(180)
Sigorta	₺ m	(9)	(7)	(15)	(22)	(31)	(37)	(41)	(45)	(50)	(55)
Kira	₺ m	(5)	(5)	(6)	(11)	(15)	(19)	(20)	(22)	(25)	(27)
Diğer	₺ m	(10)	(12)	(14)	(26)	(36)	(44)	(48)	(53)	(58)	(64)
Diğer - Faaliyet Gid.	₺ m	(3)	(3)	(4)	(7)	(10)	(12)	(13)	(14)	(15)	(17)
Amortisman-SMM	₺ m	(265)	(205)	(292)	(497)	(669)	(717)	(767)	(822)	(880)	(942)
Amortisman-Faaliyet Gid.	₺ m	(2)	(4)	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)

Diğer Varsayımlar	Birim	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
-------------------	-------	------	------	------	------	------	------	------	------	------

Sistem Kullanım Bedeli Varsayımları

Sistem Kullanım Sabit Tarife	₺m/MW	0,3	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,6	0,7
Sistem Kullanım Değişken Tarife	₺/MWh	162	178	196	216	237	261	287	316	348
Sistem Yönetimi - Değişken	₺/MWh	90	99	109	120	132	145	160	176	193
İletim İlave Ödeme	%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Sistem Kullanım - Sabit Tarife (Tüketim)	₺m/MW	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9
Sistem Kullanım - Tüketim Bazı	MW	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3

Diğer Maliyet Varsayımları

Diğer Fuel Oil Maliyeti	₺ m	(34)	(38)	(41)	(46)	(50)	(55)	(61)	(67)	(73)
İşçilik-Personel Maliyetleri	₺ m	(664)	(730)	(803)	(883)	(972)	(1.069)	(1.176)	(1.293)	(1.422)
İşçilik - SMM	₺ m	(608)	(669)	(735)	(809)	(890)	(979)	(1.077)	(1.184)	(1.303)
Personel - Faaliyet Gid.	₺ m	(56)	(61)	(67)	(74)	(82)	(90)	(99)	(109)	(120)
Sarf Malzemeler (₺)	₺ m	(153)	(168)	(185)	(203)	(224)	(246)	(271)	(298)	(328)
Sarf Malzemeler (\$)	\$ m	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
Sarf Malzemeler (\$) Faaliyet Gid.	\$ m	(12)	(13)	(14)	(15)	(17)	(19)	(21)	(23)	(25)
Bakım Maliyetleri SMM	₺ m	(82)	(90)	(99)	(109)	(119)	(131)	(144)	(159)	(175)
Bakım Maliyetleri Faaliyet Gid.	₺ m	(198)	(218)	(240)	(264)	(290)	(319)	(351)	(386)	(425)
Sigorta	₺ m	(60)	(66)	(73)	(80)	(88)	(97)	(106)	(117)	(129)
Kira	₺ m	(30)	(33)	(36)	(40)	(44)	(48)	(53)	(58)	(64)
Diğer	₺ m	(70)	(77)	(85)	(94)	(103)	(113)	(125)	(137)	(151)
Diğer - Faaliyet Gid.	₺ m	(19)	(21)	(23)	(25)	(27)	(30)	(33)	(36)	(40)
Amortisman-SMM	₺ m	(1.008)	(1.080)	(1.156)	(1.237)	(1.324)	(1.418)	(1.517)	(1.624)	(1.738)
Amortisman-Faaliyet Gid.	₺ m	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)

İNA Varsayımları

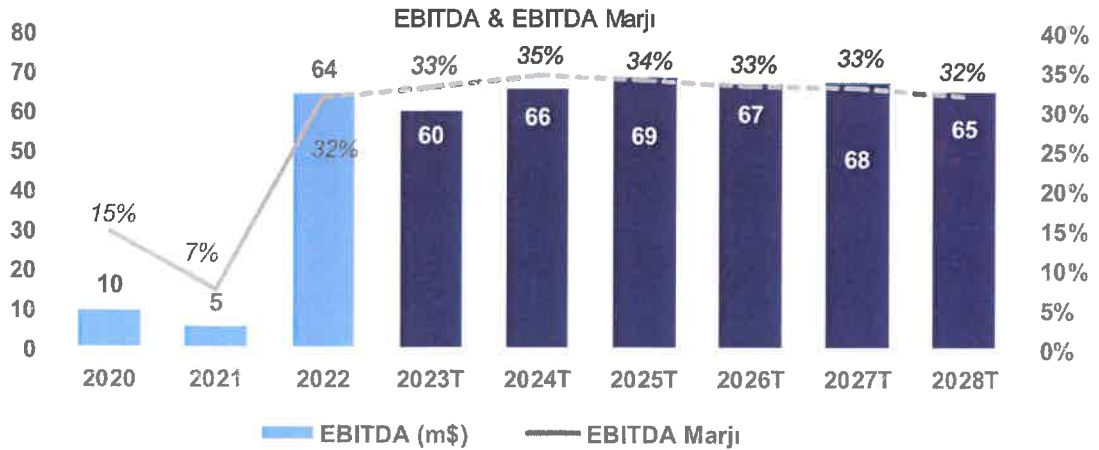
2024 yılında EBITDA'da güçlü büyüme beklenmekte

2024 yılında EBITDA marjı artsa da projeksiyon döneminde ortalama marjı 2022-2023 ortalamasının altındadır.

2025 ve sonrası EBITDA büyümesi ortalamada yıllık %2'dir

EBITDA gelişimi. 2022 yılında 64 mn dolar olan EBITDA'nın 2023 yılının sonunda 60 mn dolar olacağı öngörülmektedir. 2023/06'da ise Şirket 31 mn dolar EBITDA üretmiştir. 2023 yılının ilk yarısında yıllık bakım olması sebebiyle KKO %67,69 olarak gerçekleşmiş olup yılın ikinci yarısında KKO'nun %77,6 olması ve yıl ortalamasının %72,64 olması öngörülmektedir. Yılın ikinci yarısında KKO artışına rağmen EBITDA'da beklenen düşüş fiyat sebeplidir. 2023 yılının ilk yarısında 97,4 dolar olan elektrik satış fiyat ortalamasının yılın ikinci yarısında 82 dolar olması beklenmektedir. Fiyattaki aşağı yönlü düzeltme aynı zamanda 2023 yılındaki EBITDA'nın 2022 yılına gerilemesinin de temel sebebidir. 2022 yılında ortalama elektrik fiyatı 103,3 dolar olmasına karşın 2023 yılında beklenen ortalama fiyat 88,9 dolardır. Böylece 2023 yılında EBITDA dolar bazlı 2022 yılına göre %7 gerilemiştir. 2024 yılında ise içinde bulunduğumuz yılın ikinci yarısında aran kurun da etkisiyle ortalama dolar kurunun 31,81 ile 2023 ortalamasının %33,5 üzerinde gerçekleşeceği öngörüsü, PTF fiyatlarında dolar enflasyonu ve reel talep artışı ile beklenen dolar bazlı %6,5'lik artış beklentisi, Çankırı tesisinin devreye girmesi ile kömür tüketimin %12'sinde düşük maliyetli kömür tedariki, küresel emtialardaki düşüşle ithal kömürde dolar bazlı kömür fiyatının gerilemesi, lojistik avantajı ile karlılığı artıran TTK kömür tedarikinin 2023'te %43 olan tedarik payının %47'ye çıkması ile sağlanan verimlilik TL bazlı ve dolar bazlı 2024 yılında EBITDA büyümesinin temel dinamikleridir. TL bazlı EBITDA'nın 2023 sonuna göre 2024'te %48 artarak 2.208 mn TL'ye ulaşması beklenirken dolar bazlı EBITDA büyümesinin 2024 yılında %10 olacağı varsayılmaktadır. 2024 sonrasında ise dolar bazlı EBITDA büyümeleri ortalamada beklenen dolar enflasyonuna yakındır. (2025-2038 arası dolar bazlı ortalama %2). 2022 yılında Şirket'in EBITDA marjı %31,8 olarak gerçekleşmiştir. 2023/06'da Şirket %34 EBITDA marjı üretebilmiştir. Şirket'in 2023 sonunda %33,3 EBITDA marjı üreteceği beklenirken 2024 yılında marjın %34,6'ya yükseleceği ve projeksiyon döneminde kademeli gerileyerek 2029 yılında %31,6 seviyesine oturacağı beklenmektedir. 2024 yılında marjdaki artışta reel olarak arması beklenen elektrik fiyatları, Çankırı tesisinin devreye girmesi, lojistik avantajı sağlanan TTK tedarik hacminin artıp birim maliyeti yüksek rödevansçı sayısının azalması marjı artıran temel sebeplerdir. 2025-2029 arasında marjın gerileme sebebi ise 2025'te devreye girecek nükleer tesisle elektrik fiyatlarındaki artışın sınırlı olmasıdır.

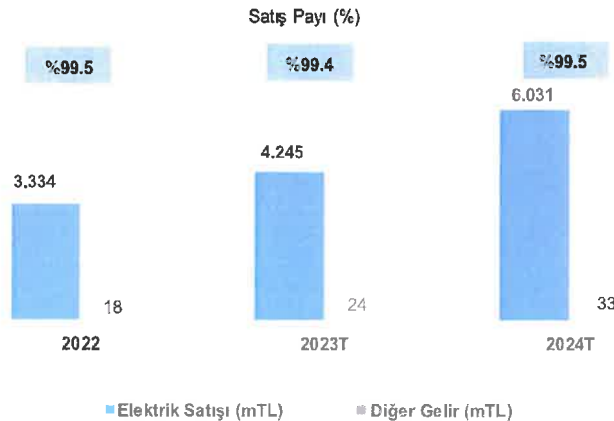
Grafik:1 2024 yılında Çankırı tesisinin devreye girmesi ve lojistik maliyeti düşük TTK tedarikinin kömür hacmindeki payının artması ile EBITDA marjında artış beklenirken sonraki yıllarda marjın 2023 yılı seviyesine gerileyeceği varsayılmıştır...



Kaynak: Şirket & Info Yatırım Tahminleri

EBITDA Modeli		2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBITDA Tahmin	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Elektrik Satış Geliri	₺ m	2.907	1.641	2.226	3.867	5.503	6.248	6.666	7.259	7.693
Primer Frekans Geliri	₺ m	42	52	33	85	110	125	133	145	154
Kapasite Geliri	₺ m	8	-	-	-	-	-	-	-	-
Dengesizlik Geliri	₺ m	386	124	169	293	417	474	505	550	583
Kül Satış Geliri	₺ m	10	9	14	24	33	40	43	48	53
Net Satışlar	₺ m	3.352	1.827	2.442	4.269	6.063	6.886	7.348	8.002	8.483
Kömür Maliyeti	₺ m	(1.616)	(928)	(981)	(1.910)	(2.415)	(2.723)	(2.920)	(3.182)	(3.396)
Fuel Oil Maliyeti	₺ m	(103)	(33)	(70)	(104)	(139)	(164)	(180)	(197)	(217)
Fuel Oil	₺ m	(90)	(28)	(48)	(76)	(88)	(105)	(116)	(128)	(140)
Sodyum Bikarbonat	₺ m	(7)	-	(15)	(15)	(34)	(37)	(40)	(44)	(48)
Diğer Fuel Oil	₺ m	(7)	(6)	(7)	(13)	(18)	(21)	(23)	(26)	(28)
Sistem Kullanım Bedeli	₺ m	(47)	(71)	(78)	(149)	(209)	(251)	(276)	(303)	(334)
Dengesizlik Gideri	₺ m	(393)	(127)	(172)	(299)	(425)	(483)	(515)	(561)	(595)
Dengesizlik Gideri (satışla mahsup olan)	₺ m	(386)	(124)	(169)	(293)	(417)	(474)	(505)	(550)	(583)
Dengesizlik Gideri, Net	₺ m	(7)	(2)	(3)	(6)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
Diğer Giderler	₺ m	(168)	(160)	(289)	(449)	(629)	(752)	(827)	(910)	(1.000)
İşçilik	₺ m	(90)	(71)	(153)	(225)	(315)	(377)	(415)	(457)	(502)
Sarf Malzeme Gid. (₺ bazlı)	₺ m	(17)	(15)	(42)	(56)	(79)	(95)	(104)	(115)	(126)
Sarf Malzeme Gid. (\$ bazlı)	₺ m	(9)	(7)	(11)	(18)	(25)	(28)	(30)	(33)	(36)
Bakım Gid.	₺ m	(29)	(43)	(48)	(91)	(127)	(153)	(168)	(185)	(203)
Sigorta	₺ m	(9)	(7)	(15)	(22)	(31)	(37)	(41)	(45)	(50)
Kira	₺ m	(5)	(5)	(6)	(11)	(15)	(19)	(20)	(22)	(25)
Diğer	₺ m	(10)	(12)	(14)	(26)	(36)	(44)	(48)	(53)	(58)
Amortisman	₺ m	(265)	(205)	(292)	(497)	(669)	(717)	(767)	(822)	(880)
SMM	₺ m	(2.591)	(1.524)	(1.883)	(3.407)	(4.486)	(5.089)	(5.485)	(5.975)	(6.421)
Brüt Kar	₺ m	762	303	559	862	1.577	1.797	1.862	2.027	2.062
Personel Gid.	₺ m	(10)	(8)	(12)	(21)	(29)	(35)	(38)	(42)	(46)
Sarf Malzeme Gid. (₺ bazlı)	₺ m	(1)	(2)	(3)	(4)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
Bakım Gid.	₺ m	(39)	(36)	(37)	(73)	(103)	(123)	(135)	(149)	(164)
Diğer	₺ m	(3)	(3)	(4)	(7)	(10)	(12)	(13)	(14)	(15)
Amortisman	₺ m	(2)	(4)	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
Faaliyet Giderleri	₺ m	(55)	(53)	(60)	(113)	(155)	(184)	(202)	(222)	(243)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir, Net	₺ m	94	163	-	163	-	-	-	-	-
EBIT	₺ m	801	412	499	911	1.422	1.612	1.660	1.806	1.819
Amortisman	₺ m	266	209	296	505	677	725	775	830	888
EBITDA	₺ m	1.068	621	795	1.416	2.099	2.337	2.435	2.635	2.707
EBITDA Marjı	%	31,8%	34,0%	32,6%	33,2%	34,6%	33,9%	33,1%	32,9%	31,9%
Ortalama Satış Fiyatı	₺/MWh	1.711	1.935	2.279	2.119	3.016	3.424	3.653	3.978	4.216
Ortalama Satış Fiyatı	\$/MWh	103	97	82	89	95	101	100	102	101

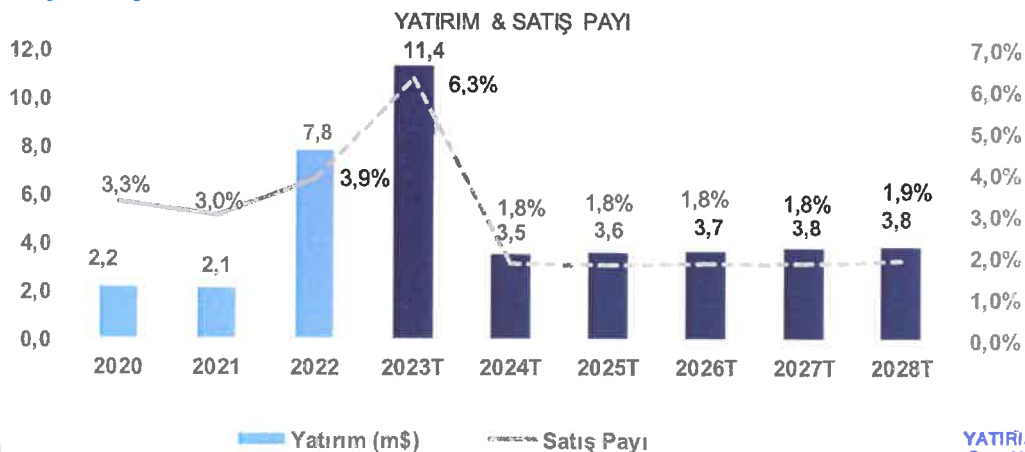
Grafik:4 Şirket gelirlerinin önemli bir kısmı elektrik satışından oluşmaktadır...



Kaynak: Şirket, PFK ve dengesizlik geliri elektrik geliri olarak sınıflandırılmıştır.

EBITDA Modeli		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
EBITDA Tahmin	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Elektrik Satış Geliri	₺ m	8.347	9.360	10.288	10.929	12.154	13.470	14.461	15.944	17.645	19.157
Primer Frekans Geliri	₺ m	167	187	206	219	243	269	289	319	353	383
Kapasite Geliri	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dengesizlik Geliri	₺ m	633	709	780	828	921	1.021	1.096	1.208	1.337	1.452
Kül Satış Geliri	₺ m	58	64	70	77	85	93	102	113	124	136
Net Satışlar	₺ m	9.204	10.320	11.343	12.052	13.402	14.853	15.949	17.584	19.459	21.128
Kömür Maliyeti	₺ m	(3.689)	(4.111)	(4.511)	(4.822)	(5.339)	(5.896)	(6.354)	(6.989)	(7.710)	(8.381)
Fuel Oil Maliyeti	₺ m	(238)	(261)	(287)	(315)	(346)	(380)	(417)	(458)	(503)	(553)
Fuel Oil	₺ m	(154)	(170)	(187)	(206)	(226)	(249)	(274)	(301)	(331)	(364)
Sodyum Bikarbonat	₺ m	(52)	(57)	(62)	(68)	(74)	(81)	(89)	(97)	(106)	(115)
Diğer Fuel Oil	₺ m	(31)	(34)	(38)	(41)	(46)	(50)	(55)	(61)	(67)	(73)
Sistem Kullanım Bedeli	₺ m	(367)	(404)	(444)	(488)	(537)	(591)	(650)	(715)	(786)	(865)
Dengesizlik Gideri	₺ m	(645)	(723)	(795)	(845)	(939)	(1.041)	(1.118)	(1.232)	(1.364)	(1.481)
Dengesizlik Gideri (satışla mahsup olan)	₺ m	(633)	(709)	(780)	(828)	(921)	(1.021)	(1.096)	(1.208)	(1.337)	(1.452)
Dengesizlik Gideri, Net	₺ m	(13)	(14)	(15)	(16)	(18)	(20)	(22)	(24)	(26)	(29)
Diğer Giderler	₺ m	(1.100)	(1.210)	(1.330)	(1.463)	(1.609)	(1.769)	(1.945)	(2.139)	(2.353)	(2.587)
İşçilik	₺ m	(553)	(608)	(669)	(735)	(809)	(890)	(979)	(1.077)	(1.184)	(1.303)
Sarf Malzeme Gid. (₺ bazlı)	₺ m	(139)	(153)	(168)	(185)	(203)	(224)	(246)	(271)	(298)	(328)
Sarf Malzeme Gid. (\$ bazlı)	₺ m	(39)	(43)	(47)	(51)	(55)	(61)	(66)	(72)	(79)	(86)
Bakım Gid.	₺ m	(224)	(246)	(271)	(298)	(328)	(360)	(396)	(436)	(480)	(528)
Sigorta	₺ m	(55)	(60)	(66)	(73)	(80)	(88)	(97)	(106)	(117)	(129)
Kira	₺ m	(27)	(30)	(33)	(36)	(40)	(44)	(48)	(53)	(58)	(64)
Diğer	₺ m	(64)	(70)	(77)	(85)	(94)	(103)	(113)	(125)	(137)	(151)
Amortisman	₺ m	(942)	(1.008)	(1.080)	(1.156)	(1.237)	(1.324)	(1.418)	(1.517)	(1.624)	(1.738)
SMM	₺ m	(6.981)	(7.717)	(8.447)	(9.089)	(10.008)	(11.002)	(11.902)	(13.052)	(14.341)	(15.605)
Brüt Kar	₺ m	2.223	2.603	2.897	2.963	3.395	3.851	4.046	4.532	5.119	5.523
Personel Gid.	₺ m	(51)	(56)	(61)	(67)	(74)	(82)	(90)	(99)	(109)	(120)
Sarf Malzeme Gid. (₺ bazlı)	₺ m	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)	(17)	(19)	(21)	(23)	(25)
Bakım Gid.	₺ m	(180)	(198)	(218)	(240)	(264)	(290)	(319)	(351)	(386)	(425)
Diğer	₺ m	(17)	(19)	(21)	(23)	(25)	(27)	(30)	(33)	(36)	(40)
Amortisman	₺ m	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)
Faaliyet Giderleri	₺ m	(266)	(292)	(321)	(352)	(386)	(424)	(466)	(512)	(562)	(617)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir, Net	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBIT	₺ m	1.956	2.311	2.576	2.612	3.009	3.427	3.580	4.021	4.557	4.905
Amortisman	₺ m	950	1.016	1.088	1.164	1.245	1.332	1.426	1.525	1.632	1.746
EBITDA	₺ m	2.906	3.327	3.664	3.775	4.254	4.760	5.006	5.546	6.189	6.652
EBITDA Marjı	%	31,6%	32,2%	32,3%	31,3%	31,7%	32,0%	31,4%	31,5%	31,8%	31,5%
Ortalama Satış Fiyatı	₺/MWh	4.574	5.129	5.638	5.989	6.660	7.381	7.924	8.737	9.669	10.498
Ortalama Satış Fiyatı	\$/MWh	103	107	110	110	114	118	118	122	126	128

Grafik:3 2022 ve 2023'te Şirket bakım dışı yatırımlarını büyük oranda tamamladığı için 2024 ve sonrası sadece bakım yatırımları bütçelenmiştir...



Kaynak: Info & Şirket Tahminleri

Üretim		2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Üretim Tahminleri	Birim	2022	1H 2023	2H 2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Brüt Üretim	GWh	1.867	933	1.070	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003
İç Tüketim Oranı	%	9,0%	9,1%	8,7%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Net Üretim	GWh	1.699	848	977	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825
Dengesizlik Oranı	%	0,2%	0,15%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Kurulu Güç	MW	315	315	315	315	315	315	315	315	315
KKO	%	67,7%	67,7%	77,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%

Kömür Tüketimi		2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kömür Tahminleri	Birim	2022	1H 2023	2H 2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kömür Fiyatı	₺/Ton	1.053	1.286	1.154	1.215	1.467	1.654	1.774	1.933	2.063
Tüketilen Kömür Hacmi	000 Ton	1.535	722	850	1.572	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646
Üretim Başı Tüketilen Kömür	Ton/MWh	0,82	0,77	0,79	0,78	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82

Sistem Kullanım Gideri		2022	1H 2023	2H 2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Sistem Kullanım - Sabit Gider	₺ m	15	19	19	38	53	64	70	77	85
Sistem Kullanım - Değişken Gider	₺ m	30	51	59	109	153	184	202	222	245
Sistem Yönetim - Değişken	₺ m	13	28	33	61	85	102	112	124	136
İletim İlave Gideri	₺ m	0	0	1	1	1	2	2	2	2
Sistem Kullanım - Sabit Gider (Tüketim)	₺ m	2	1	1	2	3	3	4	4	4
Sistem Kullanım Bedeli	₺ m	60	100	112	211	295	355	390	429	472

Üretim		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Üretim Tahminleri	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Brüt Üretim	GWh	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003	2.003
İç Tüketim Oranı	%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%	8,9%
Net Üretim	GWh	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825	1.825
Dengesizlik Oranı	%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%
Kurulu Güç	MW	315	315	315	315	315	315	315	315	315	315
KKO	%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%	72,6%

Kömür Tüketimi		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Kömür Tahminleri	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Kömür Fiyatı	₺/Ton	2.241	2.497	2.741	2.930	3.244	3.582	3.861	4.247	4.685	5.092
Tüketilen Kömür Hacmi	000 Ton	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646	1.646
Üretim Başı Tüketilen Kömür	Ton/MWh	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82	0,82

Sistem Kullanım Gideri		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Sistem Kullanım - Sabit Gider	₺ m	93	102	113	124	136	150	165	181	199	219
Sistem Kullanım - Değişken Gider	₺ m	269	296	325	358	394	433	476	524	577	634
Sistem Yönetim - Değişken	₺ m	150	165	181	199	219	241	265	292	321	353
İletim İlave Gideri	₺ m	3	3	3	3	4	4	5	5	5	6
Sistem Kullanım - Sabit Gider (Tüketim)	₺ m	5	5	6	7	7	8	9	10	11	12
Sistem Kullanım Bedeli	₺ m	519	571	628	691	760	836	920	1.011	1.113	1.224

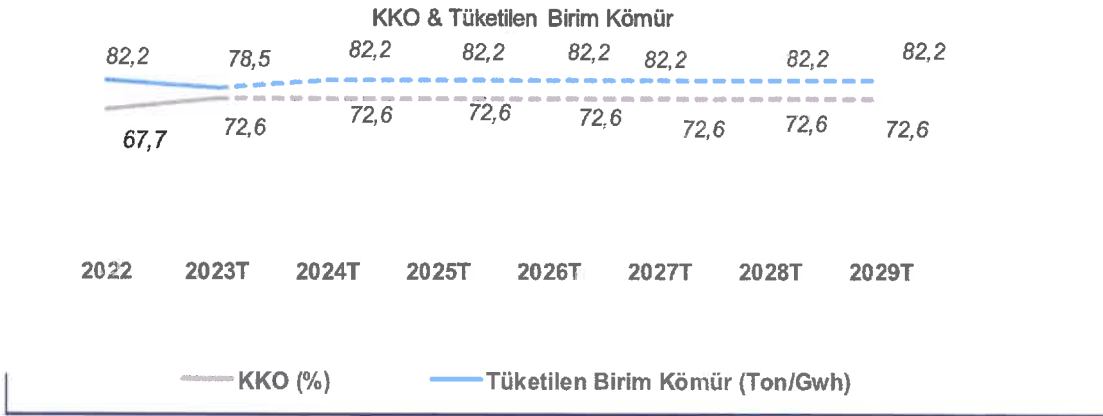
Gelir Tablosu		2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Gelir Tablosu	Birim	2022	2023/06	2023 06-12	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	\$ m	202	92	88	180	191	202	202	205	203
SMM	\$ m	(156)	(77)	(68)	(144)	(141)	(150)	(151)	(153)	(154)
Brüt Kar	\$ m	46	15	20	35	50	53	51	52	49
Faaliyet Giderleri	\$ m	(3)	(3)	(2)	(5)	(5)	(5)	(6)	(6)	(6)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	\$ m	6	8	-	8	-	-	-	-	-
Amortisman	\$ m	16	11	11	21	21	21	21	21	21
EBITDA	\$ m	64	31	29	60	66	69	67	68	65
Amortisman	\$ m	(16)	(11)	(11)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
EBIT	\$ m	48	21	18	39	45	47	46	46	44

Gelir Tablosu	Birim	2022	1H 2023	2H 2023	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	₺ m	3.352	1.827	2.442	4.269	6.063	6.886	7.348	8.002	8.483
SMM	₺ m	(2.591)	(1.524)	(1.883)	(3.407)	(4.486)	(5.089)	(5.485)	(5.975)	(6.421)
Brüt Kar	₺ m	762	303	559	862	1.577	1.797	1.862	2.027	2.062
Faaliyet Giderleri	₺ m	(55)	(53)	(60)	(113)	(155)	(184)	(202)	(222)	(243)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	₺ m	94	163	-	163	-	-	-	-	-
Amortisman	₺ m	266	209	296	505	677	725	775	830	888
EBITDA	₺ m	1.068	621	795	1.416	2.099	2.337	2.435	2.635	2.707
Amortisman	₺ m	(266)	(209)	(296)	(505)	(677)	(725)	(775)	(830)	(888)
EBIT	₺ m	801	412	499	911	1.422	1.612	1.660	1.806	1.819
EBITDA Marjı	%	31,8%	34,0%	32,6%	33,2%	34,6%	33,9%	33,1%	32,9%	31,9%

Gelir Tablosu		2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Gelir Tablosu	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Net Satışlar	\$ m	206	216	222	221	229	237	238	245	254	258
SMM	\$ m	(156)	(162)	(165)	(166)	(171)	(176)	(178)	(182)	(187)	(190)
Brüt Kar	\$ m	50	55	57	54	58	62	60	63	67	67
Faaliyet Giderleri	\$ m	(6)	(6)	(6)	(6)	(7)	(7)	(7)	(7)	(7)	(8)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	\$ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortisman	\$ m	21	21	21	21	21	21	21	21	21	21
EBITDA	\$ m	65	70	72	69	73	76	75	77	81	81
Amortisman	\$ m	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)	(21)
EBIT	\$ m	44	48	50	48	51	55	53	56	59	60

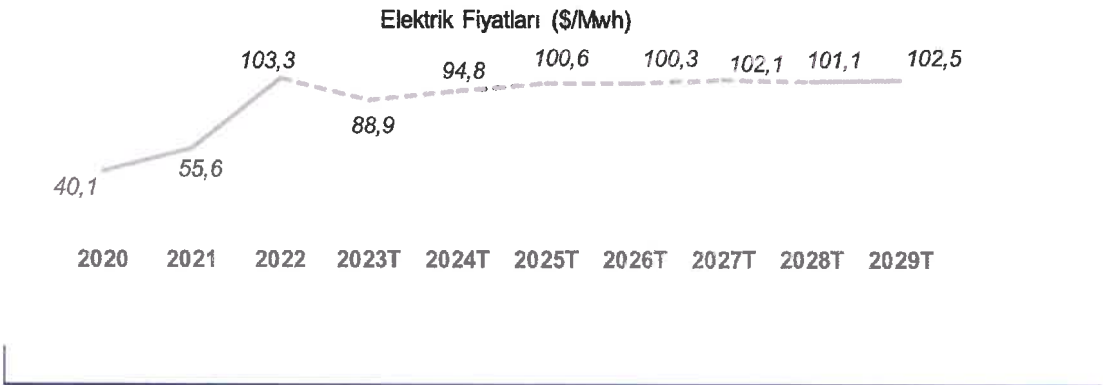
Gelir Tablosu	Birim	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038
Net Satışlar	₺ m	9.204	10.320	11.343	12.052	13.402	14.853	15.949	17.584	19.459	21.128
SMM	₺ m	(6.981)	(7.717)	(8.447)	(9.089)	(10.008)	(11.002)	(11.902)	(13.052)	(14.341)	(15.605)
Brüt Kar	₺ m	2.223	2.603	2.897	2.963	3.395	3.851	4.046	4.532	5.119	5.523
Faaliyet Giderleri	₺ m	(266)	(292)	(321)	(352)	(386)	(424)	(466)	(512)	(562)	(617)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir	₺ m	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Amortisman	₺ m	950	1.016	1.088	1.164	1.245	1.332	1.426	1.525	1.632	1.746
EBITDA	₺ m	2.906	3.327	3.664	3.775	4.254	4.760	5.006	5.546	6.189	6.652
Amortisman	₺ m	(950)	(1.016)	(1.088)	(1.164)	(1.245)	(1.332)	(1.426)	(1.525)	(1.632)	(1.746)
EBIT	₺ m	1.956	2.311	2.576	2.612	3.009	3.427	3.580	4.021	4.557	4.905
EBITDA Marjı	%	31,6%	32,2%	32,3%	31,3%	31,7%	32,0%	31,4%	31,5%	31,8%	31,5%

Grafik:10 Projeksiyonda geçerli olacak KKO büyük oranda gerçekleşen 2023 ile benzer alınırken birim elektrik üretimi için gerekli olan birim kömür tüketimi muhafazakar tarafta kalmak adına 2023 verisinin üzerinde alınmıştır...



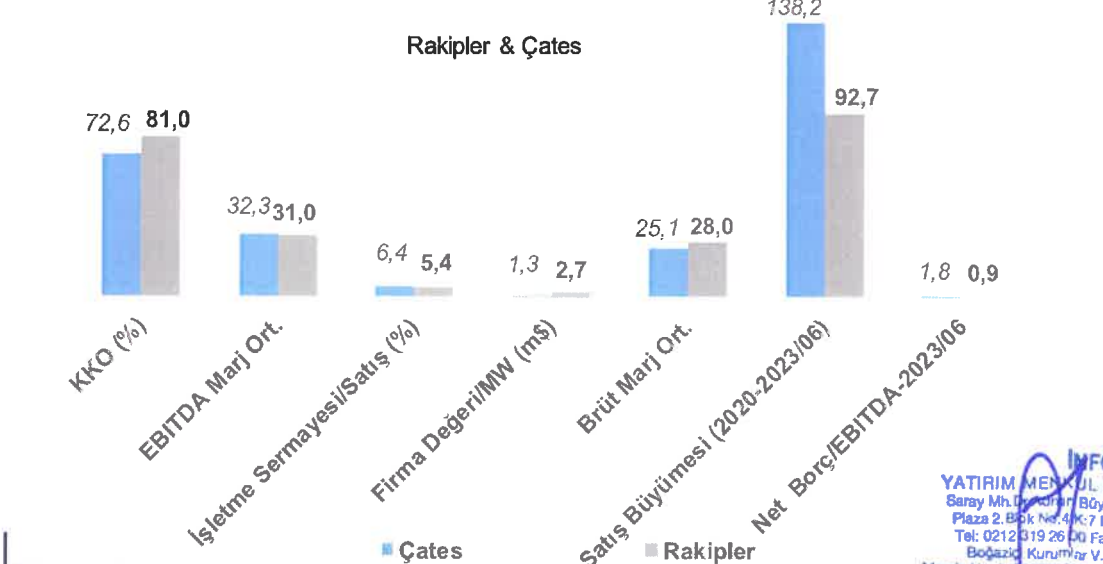
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:8 2022 yılındaki enerji darboğazı ile yükselen elektrik fiyatları 2023'te normalize olurken 2025 sonrası nükleer tesisin devreye girmesi ile belirli bir süre baskılanacaktır...



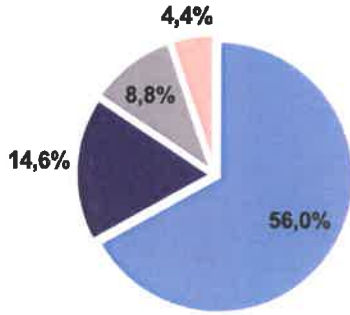
Kaynak: Şirket Tahminleri

Grafik:5 Şirket'in MW başı firma değeri borsadaki rakipleri olan İzenr ve Cante'nin ortalama verisinin yarısı olarak tespit edilmiştir...

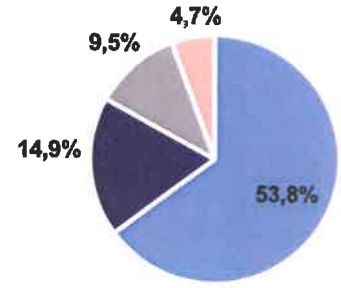


Kaynak: Finnet

Grafik 5: SMM Element Kırılımı (2023T)



SMM Element Kırılımı (2024T)

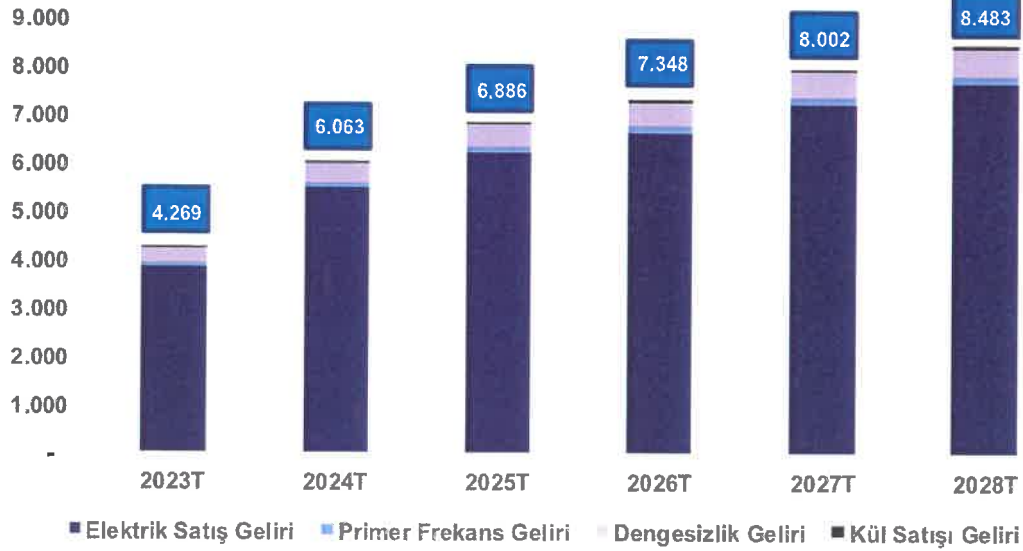


■ Kömür ■ Amortisman ■ Dengesizlik ■ Sistem Kullanım

■ Kömür ■ Amortisman
■ Dengesizlik ■ Sistem Kullanım

Kaynak: Şirket, Info Yatırım

Gelir Kırılımı (mTL)



Piyasa Çarpanları

Uluslararası Çarpanlar

**Yurt dışı benzer şirket çarpanları
554 mn USD piyasa değerine işaret
etmekte**

8 uluslararası firma örneklemede kullanılmıştır. Şirket ile aynı sektörde faaliyet gösteren yurtdışı benzer şirketler tespit edilmiş ve değer tespitinde uluslararası şirketlerin çarpanlarına yer verilmiştir. Çarpanların hesaplanmasında kullanılan piyasa değerleri 6 Eylül 2023 tarihli. Aşağıdaki tablolarda yurtdışı şirketlere yönelik finansal veriler, çarpan değerleri ve faaliyet alanlarına yönelik özet bilgiler yer almaktadır. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örnekleme dahil edilmemiştir. F/K çarpanının enerji sektöründe yüksek amortisman ve kur farkı gideri nedeniyle fazla kullanılmaması, son dönemde kur korumalı mevduat ve dolardaki hızlı artışla tek seferlik kur farkı geliri ve giderinin sektörde önemli boyutlara ulaşması nedeniyle değerlendirme yapılırken sadece EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları hem faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri hem de enerji şirketlerinin çarpanlarında genel olarak kullanılmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Yurtdışı Piyasa Çarpanları Analizinde Kullanılan Örneklem Şirketler

Şirket	Ülke	Açıklama
Unipro PJsc	Rusya	Unipro bir enerji şirketi olup termik santralleri inşa etmekte ve işletmektedir.
Petrovietnam Power Corp	Vietnam	Petrovietnam bir enerji şirketi olarak faaliyetlerini sürdürmektedir. Şirket termik santraller vasıtası ile elektrik üretmektedir.
Chn Energy Changyuan Elect-A	Çin	Chn Energy hidroelektrik ve termik santralleri ile elektrik üretimi ve satışını gerçekleştirmektedir.
Top Energy Co Ltd Shanxi-A	Çin	Şirket termik santraller işleterek elektrik üretmektedir.
Pha Lai Thermal Power Jsc	Vietnam	Şirket yakıtı kömür olan termik santral işleticisidir.
Yakutskenergo OJsc	Rusya	Şirket termik ve diğer tür santralleri vasıtası ile elektrik üretimi yapmaktadır.
Elango Industries Ltd	Hindistan	Şirket yakıtı kömür olan termik santral işleticisidir.
Taq Morocco	Fas	Şirket yakıtı kömür olan termik santral işleticisidir.

Uluslararası Benzer Şirketler Piyasa Çarpanları

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2020-2023/06 YBBO (%)	2020-2023/06 EBITDA Artış	2020-2023/06 EBITDA Marj	2020-2023/06 Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Asya-Pasifik Gelişmekte Olan Ülkeler	Unipro PJsc	UPRO RM Equity	Rusya	1.410	1,6	0,6	3,4	0,9	10,3%	11,7%	M.D	(0,5)	(0,3)	(0,3)
	Petrovietnam Power Corp	POW VN Equity	Vietnam	1.342	6,8	1,1	20,2	1,0	-6,1%	-11,4%	16,4%	(0,3)	(0,3)	(0,3)
	Chn Energy Changyuan Elect-A	009966 CH Equity	Çin	2.074	M.D	2,1	56,2	1,5	26,0%	M.D	M.D	M.D	1,9	(0,3)
	Top Energy Co Ltd Shanxi-A	600780 CH Equity	Çin	1.544	M.D	0,7	13,4	1,6	19,9%	M.D	M.D	M.D	(0,3)	(0,3)
	Pha Lai Thermal Power Jsc	PPC VN Equity	Vietnam	200	14,3	0,8	8,5	0,9	-6,0%	-22,3%	5,5%	(2,3)	(0,1)	(0,1)
	Yakutskenergo OJsc	YKEN RM Equity	Rusya	50	9,1	1,8	0,6	M.D	6,8%	M.D	M.D	3,0	(55,9)	(55,9)
	Elango Industries Ltd	ELST IN Equity	Hindistan	0,3	M.D	804,1	M.D	0,6	26,9%	M.D	-9400,0%	M.D	(0,4)	(0,4)
	Ortalama			946	10,0	1,2	14,0	1,1	11,4%	-7,3%	-3126,0%	(0,1)	(7,9)	(7,9)
	Medyan			1.342	9,1	0,9	13,4	1,0	10,3%	-11,4%	5,5%	(0,5)	(0,3)	(0,3)
	Minimum			0	1,6	0,6	0,6	0,6	-6,1%	-22,3%	-9400,0%	(2,3)	(55,9)	(55,9)
	Maksimum			2.074	14,3	804,1	56,2	1,5	28,9%	11,7%	16,4%	3,0	1,9	1,9

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2020-2023/06 YBBO (%)	2020-2023/06 YBBO (%)	2020-2023/06 Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Diğer	Taq Morocco	TQM MC Equity	Fas	2.770	9,0	2,5	20,8	4,3	20,0%	M.D	M.D	1,8	0,9
	Ortalama			2.770	9,0	2,5	20,8	4,3	20,0%	M.D	M.D	1,8	0,9
	Medyan			2.770	9,0	2,5	20,8	4,3	20,0%	M.D	M.D	1,8	0,9
	Minimum			2.770	9,0	2,5	20,8	4,3	20,0%	0,0%	0,0%	1,8	0,9
	Maksimum			2.770	9,0	2,5	20,8	4,3	20,0%	0,0%	0,0%	1,8	0,9

Bölge	Şirket	Bloomberg Ticker	Ülke	PD (Milyon\$)	EV/EBITDA	EV/Satışlar	F/K	PD/DD	2020-2023/06 YBBO (%)	2020-2023/06 YBBO (%)	2020-2023/06 Son 12 Ay	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
Global	Ortalama			946	9,8	1,4	15,7	1,6	12,5%	-7,3%	-3126,0%	0,3	-679%
	Medyan			1.342	9,1	1,1	16,8	1,0	15,1%	-11,4%	5,5%	-0,3	-20%
	Minimum			0,3	1,6	0,6	0,6	0,6	-6,1%	-22,3%	-9400,0%	-2,3	-5590%
	Maksimum			2.074	14,3	804,1	56,2	4,3	28,9%	11,7%	16,4%	3,0	185%
	Çates			554	9,052	3,1	16,8	3,9	59,3%	+	34,1%	1,3	0,7

Kaynak: Bloomberg

Piyasa Çarpanları Yurtiçi Çarpanlar

BİST Doğalgaz & Termik alt kümesinin çarpanları ile 444 mn USD piyasa değerine ulaşılmıştır.

BIST Doğalgaz ve Termik çarpanları baz alındı. Elektrik endeksinde yer alan tüm şirketler inceleniş olup YEKDEM'e tabi olmaları ve üretim için herhangi bir hammadde maliyetine katlanmamaları nedeniyle yenilebilir enerji şirketlerinin çarpanlarına değerlemede yer verilmemesi gerektiğine kanaat getirilmiştir. Bu nedenle BIST Elektrik endeksi altında bünyesinde çoğunlukla doğalgaz ya da termik santralleri bulunduran şirketler bir alt küme olarak belirlenmiş ve bu alt kümenin çarpanları değerlemede dikkate alınmıştır. Ek olarak şirket ile birebir aynı alanda faaliyet gösteren ve bünyesinde sadece termik santral bulunan CANTE'nin (Çan Termik Santrali) çarpanları baz alınarak da değer tespiti yapılmıştır ancak tek örneklem olması sebebiyle nihai değerlemede CANTE çarpanlarından gelen değere herhangi bir ağırlık verilmemiştir. Değerlemede EV/EBITDA çarpanı kullanılırken çarpanların ve EBITDA'nın hesaplanmasında esas faaliyetlerden diğer gelir/giderler altında takip edilen ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderleri dikkate alınmıştır. Örneklem çarpanlar da aynı şekilde ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir gideri dahil EBITDA'lar üzerinden tespit edilmiştir. Uç değerlemeleri elemine etmek ve muhafazakar tarafta kalmak adına yurtdışı şirketlerin EV/EBITDA ve F/K çarpanlarında 30x'in üstü ve 5x'in altı, EV/Satış ve PD/DD çarpanlarında 5x'in üstü örneklem dahil edilmemiştir. F/K çarpanının enerji sektöründe yüksek amortisman, kur farkı gideri nedeniyle genellikle kullanılmaması ve son dönemde kur korumalı mevduat ve dolardaki hızlı artışla tek seferlik kur farkı geliri ve giderinin sektörde önemli boyutlara ulaşması nedeniyle değerlendirme yapılırken sadece EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. PD/DD ve EV/Net Satış rasyoları hem faaliyet karlılığı hakkında doğrudan bir sonuç vermemeleri hem de enerji şirketlerinin çarpanlarında genel olarak kullanılmamaları nedeniyle çarpan hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Doğalgaz & Kömür Enerji Santralleri							Net Satış Artışı	EBITDA Artışı	2023/06	2023/06	2023/06
BIST Kodu	Şirket Adı	PD (MilyonTL)	EV/ EBITDA 2023/06	EV/ Satışlar 2023/06	F/K 2023/06	PD/DD 2023/06	2020-2023/06 YBBO(%)	2020-2023/06 YBBO(%)	EBITDA Marjı	Net Borç/ EBITDA	Net Borç/ Özkaynak
AKENR	Ak Enerji	145	8	0,7	(0,9)	1,1	216,5%	95,5%	8,9%	619,9%	530,8%
AKSEN	Aksa Enerji	1.781	7,0	1,0	7,1	2,1	104,4%	86,3%	14,4%	151,3%	58,8%
CANTE	Çan2 Termik	583	7,5	2,3	6,3	3,5	192,8%	185,9%	30,2%	124,5%	70,2%
IZENR	İzdemir Enerji	1.405	14,9	3,6	28,9	16,1	204,0%	191,3%	23,9%	33,8%	37,3%
ZOREN	Zorlu Enerji	900	8,9	1,2	7,8	1,1	A.D	A.D	14,0%	547,0%	185,4%
Ortalama		963	9,1	1,7	12,5	2,0	179,4%	139,7%	18,3%	3,0	1,8
Medyan		900	7,5	1,2	7,4	1,6	198,4%	140,7%	14,4%	1,5	0,7
Minimum		145	7,0	0,7	(0,9)	1,1	104,4%	86,3%	8,9%	0,3	0,4
Maksimum		1.781	14,9	3,6	28,9	16,1	216,5%	191,3%	30,2%	6,2	5,3
Çates		444	7,5	2,6	7,4	3,1	59%	122%	34%	1,3	0,7

Çarpan Değerlemesi

Çarpan yaklaşımında EV/EBITDA çarpanı kullanılırken değerlemede Şirket'in dinamiklerini daha doğru yansıtması sebebiyle İNA'ya %60 ağırlık verilmiştir

EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. Son dönemde gerçekleşen enerji şirketleri halka arzlarında EV/EBITDA çarpanı kullanılmıştır. 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 EV/EBITDA çarpanı baz alınmıştır. EBITDA hesaplamasında ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve gideri de dikkate alınmış ve EBITDA hesaplamasına dahil edilmiştir. Bu nedenle EV/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 örnekleme vermesi nedeniyle Şirket'in dolar bazlı verileri ile değer bulunmuş ve değerlendirme tarihi USD/TL kurundan piyasa değeri tespit edilmiştir.

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
CANTE EV/EBITDA (x)	7,5
CANTE EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	534
ÇATES Net Borç 2023/06	94,4
CANTE EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	440
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketlerden Gelen Nihai Piyasa Değeri	440

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
BIST Doğalgaz & Termik EV/EBITDA (x)	7,5
BIST Doğalgaz&Termik Grubu Şirketleri EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri	539
ÇATES Net Borç 2023/06	94
BIST Doğalgaz & Termik EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri	444
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
BIST Doğalgaz & Termik Alt Grubundan Gelen Nihai Piyasa Değeri	444

Mn USD	Değer
CATES EBITDA 2023/06 4Ç	72
Yurtdışı Benzer Şirketler Medyan EV/EBITDA (x)	9,1
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Firma Değeri (USD)	648
ÇATES Net Borç 2023/06	94
Yurtdışı Benzer Şirketler EV/EBITDA (x) Çarpanına Göre Hesaplanan Piyasa Değeri (USD)	554
EV/EBITDA (x) Çarpanından Gelen Değere Verilen Ağırlık (%)	100%
Yurtdışı Benzer Şirketler Gelen Nihai Piyasa Değeri	554

Nihai Değer

299,3 mn \$ iskonto sonrası halka arz piyasa değeri

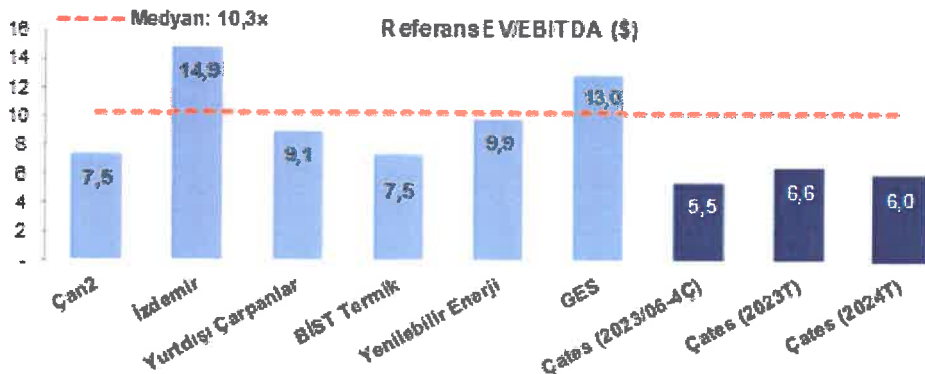
Halka arz piyasa değeri 2023/06 son 4 çeyrek EBITDA ve net kar verisine göre 5,5x EV/EBITDA ve 11,7x F/K çarpanına işaret etmektedir

5,5x EV/EBITDA. Nihai değerde şirket dinamiklerini daha iyi yansıttığını düşündüğümüz İNA'ya %60 ağırlık verilirken piyasa davranış modelini değerlendirmeye dikkate almak adına piyasa çarpanlarına %40 ağırlık verilmiştir. Yurtdışı çarpanlara ek olarak yurtdışı 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 örnekleminde %30 ağırlık verilmiştir. Geleneksel değerlendirme metodolojilerine göre pay değerini belirlerken elde edilen değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. **Şirket için halka arz iskontosu sonrası 299,3 mn \$ piyasa değeri (8.024 mn TL) ve pay başı 57,15 TL değer tespit edilmiştir. 6 Eylül 2023 tarihli kapanış USD/TL kuru olan 26,80 çevrimde kullanılmıştır.** Bulunan değer cari dolar bazlı **5,5x EV/EBITDA** ve **11,7x F/K** çarpanlarına işaret ederken enerji sektöründeki tüm göstergelere göre daha düşük bir çarpana ulaşılmıştır. Son dönemde halka arz olan kömürden elektrik üreten İzdemir Enerji'nin EV/EBITDA çarpanı **14,9x** seviyesinde seyrederken 2021 yılında halka arz olan ve kömürden elektrik üreten Çan Termik'te ilgili çarpan **7,5x** seviyesindedir.

Değerleme Özeti	Değer (m\$)	Ağırlık	Pay Başına Değer (TL)
Metodolojiler			
İNA	309,1	60,0%	59,02
Çan2	440,0	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	2023/06	2023T
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.

Grafik: 6 Ulaşılan halka arz değeri mevcut karlılık seviyesinde referans değerlerin altındadır...



Kaynak: Bloomberg & Finnet

Sektör

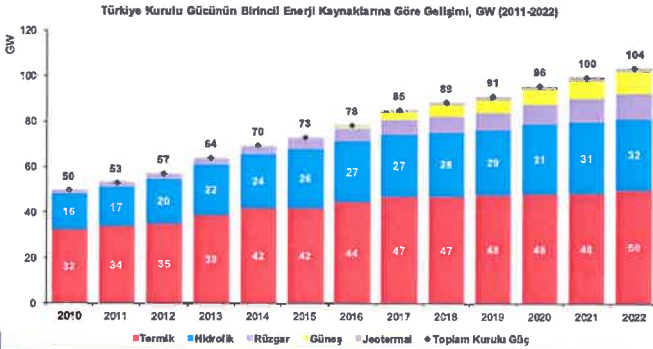
Türkiye'deki toplam kurulu güç, 2001 ile 2020 yılları arasında %6,63 YBBO ile 2001 yılından bu yana artmış ve 2001'de 28,3 GW iken, 2020'de 99,9 GW'a, 2021'de 99,8 GW'a ve 2022 yılı Aralık ayı sonunda 103.805'e ulaşmıştır

Termik santrallerinin kurulu gücü kapsamında, 2022 yıl sonu itibarıyla kömür santrallerinin kapasitesi 2021 yıl sonuna göre 1.451,60 MWe artarak 21.811,10 MWe olmuştur. Doğal gaz santrallerinin kapasitesi de 2022 yıl sonu itibarıyla 2021 yıl sonuna göre 50,89 MWe artarak 25.341,32 MWe olmuştur

Türkiye'de elektrik enerjisi kurulu gücü & üretimi & tüketimi. Türkiye elektrik enerjisi tüketimi 2022 yılında bir önceki yıla göre %1,2 oranında azalarak 328,9 TWh, elektrik üretimi ise bir önceki yıla göre %2,5 azalarak 326,2 TWh olarak gerçekleşmiştir. Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2025 yılında 380,2 TWh, 2030 yılında 455,3 TWh, 2035 yılında ise 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir. 2022 yılında elektrik üretimimizin %34,6'sı kömürden, %22,2'si doğal gazdan, %20,6'sı hidrolik enerjiden, %10,8'i rüzgardan, %4,7'si güneşten, %3,3'ü jeotermal enerjiden ve %3,7'si diğer kaynaklardan elde edilmiştir. 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla ülkemiz kurulu gücü 105.135 MW'a ulaşmıştır. 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla kurulu gücümüzün kaynaklara göre dağılımı; %30'u hidrolik enerji, %24,1'i doğal gaz, %20,7'si kömür, %11'i rüzgâr, %9,9'u güneş, %1,6'sı jeotermal ve %2,6'sı ise diğer kaynaklar şeklindedir. Ayrıca ülkemizde elektrik enerjisi üretim santrali sayısı, 2023 yılı Temmuz ayı sonu itibarıyla 12.251'e (Lisanssız santraller dâhil) yükselmiştir. Mevcut santrallerin 751 adedi hidroelektrik, 68 adedi kömür, 362 adedi rüzgâr, 63 adedi jeotermal, 346 adedi doğal gaz, 10.169 adedi güneş, 492 adedi ise diğer kaynaklı santrallerdir.

Türkiye'nin enerji projeksiyonu. T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı 2022 Türkiye Ulusal Enerji Planı Raporuna göre 2020 yılında 95,9 GW olan elektrik kurulu gücü 2035 yılında 189,7 GW'a yükselmektedir. 2020 yılında kurulu güç içinde %52,0 olan yenilenebilir enerji kaynaklarının payı 2035 yılına kadar %64,7'ye ulaşmaktadır. Hidroelektrik santraller, orta-uzun dönemde 35,1 GW kurulu güç değerine ulaşmaktadır. Rüzgar enerjisi kurulu gücü 29,6 GW'a ulaşmakta olup güneş enerjisi kurulu gücü 52,9 GW'a yükselmektedir. Mevcut durumda inşaatı devam eden Akkuyu NGS'ye ilave olarak yeni nükleer enerji santrallerine ihtiyaç duyulmaktadır. Diğer başlığı altında gösterilmekte olan jeotermal ve biyokütle enerji santrallerinin kurulu gücü toplam 5,1 GW'a ulaşmaktadır.

2022 yılı itibarıyla Türkiye'de kurulu gücün %48'i termik santrallerden...

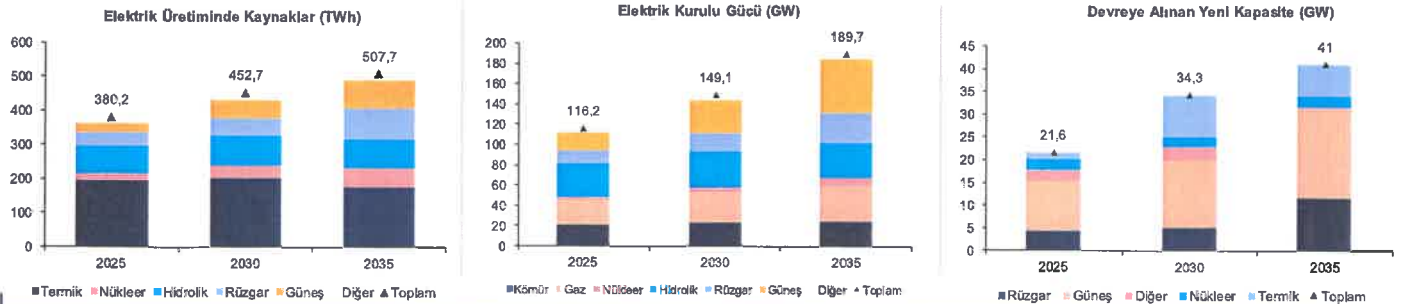


Kaynak: TEİAŞ

Birincil Kaynak	Santral Adedi				Kurulu Güç (MW)			
	2020	2021	2022	22/21 Değ.	2020	2021	2022	22/21 Değ.
Akarsu	577	604	610	1,0%	8.059	8.212	8.296	1,0%
Asfaltlı Kömür	1	1	1	0,0%	405	405	405	0,0%
Atık Isı	83	94	94	0,0%	369	391	388	-0,9%
Barajlı	133	141	141	0,0%	22.925	23.280	23.275	-0,0%
Biyokütle	275	380	384	1,1%	1.116	1.645	1.921	16,8%
Doğalgaz	343	352	345	-2,0%	25.673	25.574	25.345	-0,9%
Fuel Oil	11	9	9	0,0%	306	252	252	0,0%
Güneş	7518	8.389	9.353	11,5%	6.667	7.816	9.425	20,6%
İhmal Kömür	15	15	16	6,7%	8.967	8.994	10.374	15,3%
Jeotermal	60	63	63	0,0%	1.613	1.676	1.681	0,9%
Linyit	47	47	46	-2,1%	10.120	10.120	10.192	0,7%
Lng	1	1	1	0,0%	2	2	2	0,0%
Motorin	1	1	1	0,0%	1	1	1	0,0%
Nafta	1	1	1	0,0%	5	5	5	0,0%
Rüzgar	332	355	358	0,8%	8.832	10.607	11.396	7,4%
Taşkömür	4	4	4	0,0%	811	841	841	0,0%
Toplam	9.402	10.457	11.427	9,3%	95.891	99.820	103.809	4,0%

Kaynak: TEİAŞ

Türkiye'de 2021-2035 döneminde elektrik kurulu gücünün 189,7 GW'a, elektrik üretiminin 507,7 TWh'a, devreye alınması gereken yeni kapasite miktarı 96,9 GW'a yükseleceği tahmin edilmektedir.



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı – Türkiye Ulusal Enerji Planı, 2022

Sektör

Türkiye’de elektrik piyasası fiyatları, dengede bir fiyat belirleyen etkin bir arz-talep çerçevesi olan merit order sistemi tabanlı yazılımlarla belirlenmektedir

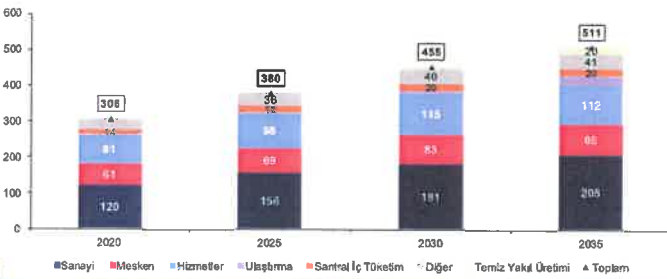
2017-16 Ağustos 2023 tarihleri arasında aylık ortalama PTF’lerin aritmetik ortalaması 68 USD olarak gerçekleşmiştir

Türkiye elektrik piyasasında fiyatlar. Türkiye elektrik piyasasında fiyatlar, en ucuz kaynaktan en pahalıya yeni elektrik üretim kaynaklarını çevrimiçi hale getirerek piyasadaki elektrik arzını ekonomik olarak optimize etmeyi amaçlayan merit order sistemi tabanlı geliştirilmiş olan yazılımla belirlenmektedir. Fiyatlar tipik olarak, kendi elektrik üretimlerini yönetebilen ve düşük fiyat dönemleri boyunca satış yapmamayı tercih edebilen rezervuarlı HES’ler ve doğal gaz santralleri veya akaryakıt santralleri gibi enerji santralleri tarafından belirlenir. Bu santraller, baz yük santrallerine göre daha hızlı ve verimli bir şekilde üretimi kısa sürede durdurup başlatabilen, ancak yakıt maliyetleri nedeniyle yenilenebilir enerji santrallerinden daha yüksek marjinal maliyetlere sahip santrallerdir. Merit order, dengede bir fiyat belirleyen etkin bir arz-talep çerçevesidir. Döviz, petrol ve doğal gaz fiyatları, kömür fiyatları, toplam yağışlar ve sıcaklık beklentileri gibi birçok faktör merit order üzerinden PTF’yi etkileyebilmektedir. Uzun vadede; elektrik talebi, kurulu güç ve doğal gaz fiyatlarının Türkiye’deki elektrik fiyatlarının belirlenmesinde önemli rol oynaması beklenmektedir. Bunun yanında, 18 Mart 2022 tarihinde EPDK tarafından düzenlenen Elektrik Piyasasında Kaynak Bazında Destekleme Bedelinin Belirlenmesine ve Uygulanmasına İlişkin Usul ve Esaslar uyarınca, elektrik üretimindeki maliyetlerin artması sebebiyle her seferinde altı ayı geçmemek üzere, EPDK tarafından kaynak bazında tüketiciyi ve/veya maliyeti yüksek üretimi destekleme bedeli belirlenebilecektir. Söz konusu bedel ise üretim maliyeti düşük üreticiden karşılanacak ve maliyeti yüksek üretimin ve/veya tüketicilerin desteklenmesi amacıyla kullanılmaktadır.

Piyasa Takas Fiyatı (PTF). Ocak 2017’den 16 Ağustos 2023’e kadar olan süreçte USD cinsinden Piyasa Takas Fiyatı (PTF) aylık aritmetik ortalaması grafikteki gibidir. Mart 2020’den sonra Covid 19 salgını nedeniyle tüketim kanadında yaşanan düşüşler, PTF’in düşmesine neden olmuştur. 2020 Mayıs-Haziran’dan sonra Pandemi kısıtlamalarının kademeli olarak gevşetilmesiyle birlikte artan elektrik tüketimi, PTF’i yukarı çekmiştir. 2021 yılının 3. çeyreğinden itibaren kısıtlamaların sona ermesiyle PTF’te artış yaşanmıştır. Bunlara ek olarak artan kuraklık nedeniyle HES’lerin düşük kapasite kullanım oranları, ithal kömür ve doğalgaz emtiaları fiyatlarındaki artışlar PTF’te yukarı yönlü harekete neden olmuştur. Ocak 2017-16 Ağustos 2023 tarihleri arasında aylık ortalama PTF’lerin aritmetik ortalaması 68 USD olarak gerçekleşirken en düşük seviyeyi pandemi dönemi olan Nisan 2020’de 26,5 USD, en yüksek seviyeyi ise Eylül 2022’de 210,8 USD olarak görmüştür.

Türkiye Ulusal Enerji Planı çalışmasının sonuçlarına göre elektrik tüketiminin 2035 yılında 510,5 TWh seviyesine ulaşması beklenmektedir.

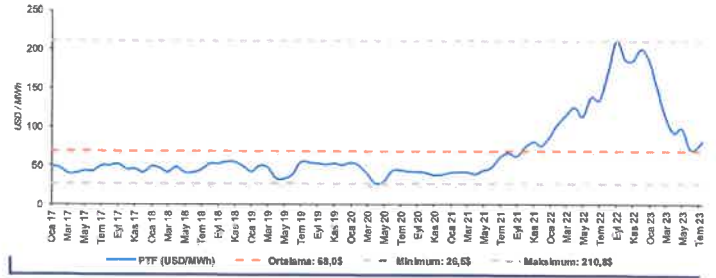
Türkiye’de Elektrik Tüketiminin Sektörel Kırılımı (TWh)



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı – Türkiye Ulusal Enerji Planı, 2022

Piyasa Takas Fiyatı, 2022’nin ikinci yarısında USD bazlı zirveleri gördükten sonra ortalama seviyeye yakınsamıştır.

Aylık Ortalama Piyasa Takas Fiyatı (PTF) - USD/MWh



Kaynak: TEİAŞ, Info Yatırım

Sektör

Şirket'in kazan dizayn kömürünün 3.300 kcal/kg olması ve 4.000 kcal/kg'a kadar yakılabiliyor olmasından dolayı toplam kömür tüketimi hem fayda maliyet hem kütleli tüketim olarak optimum seviyeye düşürülebilmektedir

Şirket'in sektördeki avantajları. Kömür tedarik kapsamında Şirket'in ana tedarikçisi olan TTK'nın dışında Zonguldak Bölgesi'nde çok sayıda rödovans işletmeciliği yapan özel ocaklardan ağırlık olarak kömür tedariki sağlanmaktadır. Bunun dışında, bölge dışından linyit ve ithal kömürle tedarik süreci desteklenmektedir. Şirket'in kazan dizayn kömürünün 3.300 kcal/kg olması ve 4.000 kcal/kg'a kadar yakılabiliyor olmasından dolayı toplam kömür tüketimi hem fayda maliyet hem kütleli tüketim olarak optimum seviyeye düşürülebilmektedir. Şirket'in Çankırı Orta ruhsat sahası ve sahada yapılan kömür zenginleştirme yatırımları finalize olduğunda kömür tedarik tarafında önemli katkı sağlayacaktır. Şirket'in Zonguldak Bağlık – İnağzı ruhsat sahası ileriye dönük planlarımız arasında yer almaktadır. Lokasyon olarak deniz, kara ve tren yollarının olması lojistik anlamında büyük avantaj sağlamaktadır. Ayrıca, Filyos Vadisi Projesi kapsamında yapılan/yapılacak olan yol, liman ve sanayileşmenin santralimize katkı sağlayacaktır. İnsan kaynağı bakımından bölgenin sanayi açısından gelişmiş olmasından dolayı mavi yaka insan kaynağı ile ilgili planlamalarında herhangi bir problem yaşanmamaktadır. Teknik bakımdan santralin iç ihtiyacının benzerlerine göre düşük olması, kazan dizaynının avantajları ve türbin verimi göz önüne alındığında net verimi ortalamanın üzerindedir. Çevre yatırımlarını mevcut regülasyonlara göre tamamını yapmış olması ve çevre izin belgesinin 2026 Haziran sonuna kadar geçerli olması kısa vadede önümüze çıkabilecek mevzuat değişikliklerinde hızlı bir şekilde adapte olmasını sağlayacaktır.

Şirket'in sektördeki dezavantajları. Kömür tedariki bakımından ithal kömür fiyatları arttığı durumlarda bölge kömürüne hem ithal kömür santrallerinin hem de çimento fabrikalarının talebinin artması, miktar ve fiyat konusunda zorluklar oluşturmaktadır. Bölgenin yağış rejiminin yüksek olması zaman zaman kömürün neminin artmasına neden olmakta ve kömürün hazırlanması, paçalanması ve beslenmesinde ara sıra küçük problemler oluşturmaktadır.

27.10.2023

Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

INFO
YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Sarıy Mh. D. Adnan Özyürek Cd. Cessus
Plaza 2. Blok No: 9 Kat: 18 Katmanlı ST.
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 26 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 478 0036 7017
Mersis No: 047800367800011 Tic.Sic.No: 271081

Engin Emre SEÇEN
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı

11.09.2023

Sermaye Piyasası Kurulu'na
Mustafa Kemal Mahallesi, Dumlupınar Bulvarı (Eskişehir Yolu)
No:156 06530 Çankaya / ANKARA

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı haftalık bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahnamenin bir parçası olan işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

İnfo Yatırım Menkul Değerler A.Ş.


YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Saray Mh. Akademi Bulvarı No: 10 Çekirge
Plaza 2 Blok Kat: 7 D: 10 Kat: 7
Tel: 0212 319 26 00 Fax: 0212 319 26 75
Boğaziçi Kurumlar V.D. 4/91 0036 9/97
Mersis No: 0418003678700011 Tic. Sic. No: 271081

Engin Emre SEÇEN
Genel Müdür Yardımcısı

Hüseyin GÜLER
Genel Müdür Yardımcısı