



IC ENTERRA

Yenilenebilir Enerji

**IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin
Analist Raporu**

TACİRLER
YATIRIM

26/03/2024

İÇİNDEKİLER

1. Raporun Amacı.....	1
2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi.....	1
3. Şirket Hakkında.....	1
4. Ortaklık Yapısı	3
5. Finansal Tablolar.....	3
6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	10
7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri	11
8. Görüş	17

1. Raporun Amacı

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Tacirler Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Tacirler Yatırım") tarafından, yetkili kuruluş Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım")'nin, IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş (Kısaca "İhraççı", "IC Enterra" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında, hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. **Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir.** Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tacirler Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. Planlanan Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

HALKA ARZ ÖZETİ	
İhraççı	IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş ("ENTRA")
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş, Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	27-29 Mart 2024
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satış
Satış Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcı ve Yurt İçi Kurumsal Yatırımcı
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	1.618.013.677 TL
Toplam Halka Arz Edilen Paylar (Nominal)	226.986.323 TL (Sermaye Artırımı) 142.579.394 TL (Ortak Satışı)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	1.845.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü	3.695.657.170
Halka Açıklık Oranı	%20,03
Tahsisat	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: 277.174.288 TL (%75) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: 92.391.429 TL (%25)
Halka Arz İskontosu	%25,00
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	10,00 TL
Fiyat İstikrarı	15 gün boyunca Ak Yatırım tarafından yapılacaktır
Taahhütler	İhraççı ve Ortaklar için 1 yıl süreyle satmama taahhüdü

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

3. Şirket Hakkında

Şirket, İçtaş Enerji tarafından "İçtaş Sürdürülebilir Enerji Yatırımları A.Ş." unvanı ile 50.000 TL sermaye ile 2019 yılında Ankara'da kurulmuştur. Aynı yıl European Bank for Reconstruction and Development ("EBRD"- "Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası") ile İçtaş Enerji arasında iştirak sözleşmesi akdedilmiş ve EBRD maksimum 100 milyon ABD doları fon sağlayacağını taahhüt etmiştir. Şirket sermayesi, 50.000 TL'den 903.568.344 TL'ye arttırılmış, sermaye artırımı İçtaş Enerji'nin İçtaş Yenilenebilir'e ait iştirak hisselerinin Şirket'e devredilmesi suretiyle karşılanmıştır. Daha sonraki sermaye artışı ile 903.568.344 TL'den 952.480.138 TL'ye çıkarılmıştır. Şirket'in aynı yıl içerisinde en son yapılan sermaye artırımı ile 952.480.138 TL'den 1.019.613.237 TL'ye arttırılmıştır. İçtaş Enerji'nin

pay sahipliği oranı yaklaşık %93,4 ve EBRD'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %6,6 olmuştur. 2020 yılında Şirket'in sermayesi 1.019.613.237 TL'den 1.044.536.163 TL'ye çıkarılmıştır. Sermaye artırımının sonucunda EBRD'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %8,81 olurken, İçtaş Enerji'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %91,19 olmuştur. 2022 yılında EBRD'ya ait 92.056.025 adet B gubu pay, İçtaş İnşaat'a devredilmiştir. 2023 yılında Serhat Çeçen, Mehmet Salih Çeçen, Fırat Çeçen, İçtaş İnşaat ve IC Holding'in İçtaş Güneş'teki (sermayesi 21.000.000 TL) payları İçtaş Enerji'ye devredilmiştir. İzahname tarihi itibarıyla IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin ortaklık yapısı %91,19 pay ile İçtaş Enerji ve %8,81 pay ile İçtaş İnşaat'tan oluşmaktadır.

Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler (special purpose vehicle - SPV) niteliğindeki bağlı ortaklıkları olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. Şirket'in Üretim Şirketleri vasıtasıyla işlettiği toplam 400,76 MW / 387,98 MWe kurulu güce sahiptir. Bu kurulu gücün tamamını HES'ler oluşturmaktadır. Şirket'in portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı hidroelektrik santrali bulunmaktadır. Santraller, Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almakta olup; Santrallerin listesi aşağıdaki gibidir.

Santral	Lisans Gücü (MWe)	Lisans Gücü (MWm)	İşletmeye Girdiği Tarih	Lisans Alma Tarihi	Lisans Son Geçerlilik Tarihi
İçtaş Yenilenebilir					
Yukarı Mercan HES	14,00	14,20	21.05.2005	20.09.2012	28.04.2054
Nüksar HES	40,16	41,56	23.05.2012	11.11.2009	20.09.2055
Üçharmanlar HES	16,64	17,44	24.01.2013	25.04.2008	25.04.2057
Bağıştaş-1 HES	140,62	145,02	27.02.2015	2.03.2017	14.02.2057
Çileklitepe HES	23,13	23,63	15.10.2015	19.09.2011	13.10.2059
Kadıncık 1- HES	70,00	72,86	16.08.1971	15.07.2016	15.07.2065
Kadıncık 2- HES	56,00	57,32	30.03.1974	15.07.2016	15.07.2065
Trabzon Enerji					
Kemerçayır HES	15,50	16,14	1.08.2013	17.08.2007	17.08.2056
Üçhanlar HES	11,94	12,59	27.09.2013	17.08.2007	17.08.2056
Toplam	387,98	400,76			

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

Santrallere ve Faaliyetlere İlişkin Önemli Gelişmeler:

- 2001: Erzincan'da Mercan Deresi üzerinde Girlevik II Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir. (güncel durumda şirketin portföyünde değildir.)
- 2005: Yukarı Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir.
- 2010: Damlapınar HES ve Kepezkenkaya HES faaliyete geçmiştir. (güncel durumda Damlapınar HES ve Kepezkenkaya HES, Şirket'in portföyünde değildir.)
- 2011: Kumköy HES (güncel durumda Kumköy HES Şirket'in portföyünde değildir) faaliyete geçmiştir.
- 2012 yılında ise:
 - Nüksar HES işletmeye geçmiştir.

- Şirket' in bağlı ortaklığı İçtaş Yenilenebilir' in portföyünde olan, IC Grup Şirketleri tarafından tasarlanıp, geliştirilip, inşa edilen 61,92 MW kapasiteli Damlapınar HES, Kepezkaya HES ve Kumköy HES, o dönemde ayrılan ortak şirkete devredilmiştir.
- 2013:
 - Üçharmanlar HES işletmeye geçmiştir.
 - Kemerçayır HES işletmeye geçmiştir.
 - Üçhanlar HES işletmeye geçmiştir.
- 2015:
 - Bağıştaş-1 HES işletmeye geçmiştir.
 - Çileklitepe HES işletmeye geçmiştir.
- 2016: Şirket ÖİB'nin "İşletme Hakkının Devri" yöntemiyle özelleştirdiği Kadıncık HES için en yüksek teklifi vermiş ve 49 yıl boyunca bu santralin işletme hakkını elde etmiştir.
- 2021: 2001 yılında faaliyete geçen 11,6 MW güce sahip ilk HES tesisi Girevlik II-Mercan HES, 29.03.2021 tarihinde Yap İşlet Devret kontrat süresinin sona ermesi ile ETKB'ye devredilmiştir.
- 2023: İçtaş Güneş, 100 MWw'lik YEKA GES-4 Erzin-Viranşehir Yarışması'na ilişkin olarak ETKB ve İçtaş Enerji arasında imzalanan sözleşmeyi 26.04.2023 tarihinde akdedilen bir devir sözleşmesi ile devralmıştır. Söz konusu yarışma, İçtaş Enerji tarafından en düşük elektrik piyasa fiyatı teklifi verilerek 28.06.2022 tarihinde kazanılmıştır.

4. Ortaklık Yapısı

Sermaye artırımı ve ortak satış yoluyla halka arz edilen B grubu hamiline yazılı payların toplam nominal değeri 369.565.717 TL olup, Şirket'in halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %20,03'tür. Halka arz sonucunda Şirket sermaye yapısının aşağıdaki tablodaki gibi olması planlanmaktadır:

Ortağın Adı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Pay Grubu	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
İçtaş Enerji	A	485.404.104	30,00	A	485.404.104	26,31
	B	990.030.179	61,19	B	990.030.179	53,66
İçtaş İnşaat	A	-	-	A	-	-
	B	142.579.394	8,81	B	-	-
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	369.565.717	20,03
Toplam sermayesi		1.618.013.667	100		1.845.000.000	100

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

5. Finansal Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren dönemlere ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıda sunulmuştur;

Finansal Durum Tablosu (000'TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	97.530	928.053	503.663
Nakit ve Nakit Benzerleri	25.675	175.227	207.485
Türev Araçlar	-	181.818	149.329
Ticari Alacaklar	59.409	457.534	90.243

Finansal Durum Tablosu (000'TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	2021	2022	2023
Diğer Alacaklar	705	104.663	1.959
Peşin Ödenmiş Giderler	4.951	5.441	10.312
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	1.320	1.677
Diğer Dönen Varlıklar	6.790	2.050	42.658
Duran Varlıklar	16.540.156	27.196.525	27.504.550
Maddi Duran Varlıklar	16.477.125	26.861.727	26.926.584
Kullanım Hakkı Varlıkları	58.515	62.991	100.117
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.353	1.508	3.838
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	100.876
Türev araçlar	-	269.506	156.951
Diğer Alacaklar	-	793	524
Diğer Duran Varlıklar	3.163	-	-
Peşin Ödenmiş Giderler	-	-	215.660
Aktif Toplamı	16.637.686	28.124.578	28.008.213
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.077.160	3.014.780	3.358.361
Kısa Vadeli Borçlanmalar	-	-	592.060
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2.131.813	2.319.640	2.267.860
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan yükümlülükler	7.727	9.114	10.075
Türev Araçlar	116.558	-	-
Ticari Borçlar	107.478	620.539	229.001
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.594	427	6.061
Diğer Borçlar	672.603	12.851	184.611
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	624
Kısa Vadeli Karşılıklar	5.535	6.384	6.116
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	32.852	45.825	61.953
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.741.941	12.846.534	7.737.795
Uzun Vadeli Borçlanmalar	11.324.939	7.950.580	6.782.707
Türev Araçlar	85.848	-	-
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan yükümlülükler	35.861	29.344	30.138
Ertelenmiş Vergi yükümlülüğü	2.288.057	4.840.642	898.990
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.236	25.968	25.960
Toplam Yükümlülükler	16.819.101	15.861.314	11.096.156
Toplam Özkaynaklar	-181.415	12.263.459	16.912.057
Ödenmiş Sermaye	1.044.536	1.044.536	1.618.014
Sermaye Düzeltme Farkları	3.623.737	3.623.679	3.680.768
Kar veya Zarardan Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	-	8.769.974	11.349.779
Ortak Kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisi	-	9.017	-
Paylara İlişkin Primler	126.031	126.031	126.031
Geçmiş Yıl Zararlar	-995.871	-4.798.332	-1.117.452
Net Dönem Zararı	-3.802.461	3.289.822	1.286.238
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-15.404	-4.927	-2.272
Toplam Kaynaklar	16.637.686	28.124.773	20.008.213

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

Dönen varlık kalemi, nakit ve nakit benzerleri, ticari alacaklar diğer alacaklar, türev araçlar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in toplam dönen varlıkları 2021, 2022 ve 2023 tarihi itibarıyla sırasıyla 97.530 TL, 928.053 TL, 503.663 TL olarak gerçekleşmiştir. Dönen varlıklar 2021-2022 yılları arasında %852 artış gösterirken, 2022-2023 yılları arasında ise %46 oranında azalmıştır. 31.12.2021 ile 31.12.2022 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim ve 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim başlıca nakit ve nakit benzerleri, ticari ve diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklardaki değişimden kaynaklanmaktadır.

31.12.2021 itibarıyla, Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 25.675 bin TL iken %582 artışla 31.12.2022 itibarıyla 175.2257 bin TL'ye yükselmiştir. 31.12.2023 itibarıyla ise %18 artarak 207.485 bin TL'ye yükselmiştir. Söz konusu tarihler itibarıyla nakit ve nakit benzerlerindeki değişim ciro artış ve azalışına paralel olarak elektrik enerjisi gelirlerinden elde edilen tutarlardan kalan bakiyeleri içermektedir. 2021 yılından sonra ABD Doları kurundaki yükselişin devam etmesi ve PTF ve azami uzlaştırma fiyatlarındaki yükseliş elektrik enerjisi gelirlerine olumlu yansımış olup; 2022 yılında elektrik üretimi 2021 yılına göre %50 artış göstermiştir ve paralelinde nakit ve nakit benzerleri bakiyelerinde artış meydana gelmiştir.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in ticari alacakları 2021, 2022 ve 2023 tarihi itibarıyla sırasıyla 3.401 bin TL, 398.918 bin TL ve 82.044 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla Şirket'in ilişkili taraflardan ticari alacaklarının tamamı elektrik satışlarından kaynaklı ticari alacaklardan oluşmaktadır. Söz konusu tutarlar İçtaş İnşaat ve IC Elektrik Toptan şirketlerinden gelmektedir. IC Elektrik Toptan, Şirket bünyesindeki Santrallerde üretilen elektrik enerjisinin toptan satışı ve doğrudan serbest tüketicilere satışı ile ithalat ve ihracatının yapılması amacıyla kurulmuştur. 11.09.2022 tarihinde, IC İçtaş Elektrik Toptan Satış ve Ticaret A.Ş., IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş ile birleşmiş ve lisansı IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş adına tadil edilmiştir. İlgili alacaklar ticari nitelikte olup IC Grup Şirketleri'nin birbirine kestiği elektrik satışı ve dengesizlik faturalarından kaynaklanmaktadır.

Elektrik satış hacmine ve hasılatına oranla Şirket'in ticari alacaklarındaki değişim özellikle 2022 yılsonunda kendisini göstermiş olup, ilişkili taraflardan ticari alacaklarda artış meydana gelmiştir. 31.12.2021 ve 31.12.2022 arasındaki değişim grup firmaları arasındaki ticari nitelikte olan elektrik satışlarındaki piyasa takas fiyatına dayalı birim satış fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır. 31.12.2022-31.12.2023 arasındaki değişim ise Şirket'in ilişkili taraflardan olan ticari alacakların yüksek oranda tahsilatından kaynaklanmaktadır.

Şirket'in duran varlıkları; diğer alacaklar, peşin ödenmiş giderler, türev araçlar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, ertelenmiş vergi varlıkları ve diğer duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in duran varlıkları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 16.540.156 bin TL, 27.196.720 bin TL ve 27.504.550 bin TL tutarındadır. 2021-2022 yılları arasındaki artış oranı %64 iken, 2022-2023 yılları arasındaki artış oranı %1 olarak gerçekleşmiştir. 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri arasındaki duran varlıklardaki değişim esaslı olarak maddi duran varlıklardaki yeniden değerlemeden kaynaklanmaktadır. Şirket 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde herhangi bir uzun vadeli ticari alacak kaydetmemiştir.

Şirket'in maddi duran varlıkları; arazi ve arsalar, binalar ve yer üstü düzenleri, tesis makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, diğer maddi duran varlıklar ve yapılmakta olan yatırımlardan meydana gelmektedir. Maddi duran varlıklar içinde en büyük payı binalar ve yer üstü düzenleri ile tesis ve makine ve cihazlar oluşturmaktadır. 31.12.2021 itibarıyla, Şirket'in maddi duran varlıkları 16.477.125 bin TL iken %63 artışla 21.12.2022 itibarıyla 26.861.727 bin TL'ye yükselmiştir. 31.12.2023 itibarıyla ise %0.24 artışla 26.926.584 bin TL'ye yükselmiştir. 2021 ve 2022 yılları arasındaki duran varlıklardaki

değişimin büyük kısmı değerlendirme artışından kaynaklanmaktadır. 31.12.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in değerlemeye konu HES'lerin defter değerine pozitif yönde 10.983.967 bin TL yeniden değerlendirme etkisi olmuştur. 31.12.2023 tarihinde ise yeniden değerlemeye konu HES'lerin defter değerindeki net kayıp 553.905 bin TL olmuştur.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri; kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklı yükümlülükler, türev araçlardan borçlar, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, kısa vadeli karşılıklar ve diğer borçlar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 3.077.160 TL, 3.014.780 TL ve 3.358.361 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerindeki 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri arasındaki değişim oranları sırasıyla -%2 ve %11'dir.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in ticari borçları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 107.478 bin TL, 620.539 bin TL ve 229.001 bin TL tutarındadır. 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla ticari borçlarda sırasıyla %477 ve -%63 oranlarında değişiklik meydana gelmiştir. 31.12.2022'de ticari borçlarda meydana gelen %477'lik artışın nedeni: EPDK'ya iade edilmesi gereken destek ücreti borcuyla ilgilidir. 31.12.2023'te ticari borçlarda meydana gelen %63'lük azalışın nedeni ise ilgili EPDK borcunun taksitlerinin ödenmesinden kaynaklıdır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli banka kredileri, kiralama işlemlerinden kaynaklı yükümlülükler, türev araçlardan borçlar, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve diğer borçlardan oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 13.741.941 TL, 12.846.534 TL ve 7.737.795 TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 35.861 bin TL, 29.344 bin TL ve 30.138 bin TL olup, dönemler arasında sırasıyla -%18 ve %3'lük değişim meydana gelmiştir. Değişimlerin sebebi yıllık ödemeleri yapılan orman arazi izin belgelerindeki değişimlerdir.

Şirket'in özkaynakları ödenmiş sermaye, sermaye düzeltme farkları, paylara ilişkin primler, maddi duran varlık yeniden değerlendirme kazançları, tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları, nakit akış riskinden korunma kazanç/kayıpları, geçmiş yıllar zararları ve dönem net kar/zararları ve ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisinden oluşmaktadır.

Şirket'in bağlı ortaklığı Trabzon Enerji'nin %97,42'sine Şirket sahiptir. %2,58 oranında kontrol gücü olmayan pay bulunmaktadır.

Şirket'in yılsonu finansal dönemleri olan 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihli kar veya zarar tablosu aşağıda sunulmuştur;

Gelir Tablosu (000*TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Yılsonu Finansal Tablolar		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	1.688.224	3.157.017	2.888.491
Satışların Maliyeti (-)	-891.708	-963.006	-1.593.552
Brüt Kar	796.516	2.194.011	1.294.939
Genel Yönetim Giderleri (-)	-74.925	-50.119	-49.467
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.766	7.360	549

Gelir Tablosu (000*TL)	Bağımsız Denetimden Geçmiş Yılsonu Finansal Tablolar		
	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-3.291	-63.686	-79.725
Esas Faaliyet Karı	735.066	2.087.566	1.166.296
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	6.766	14.131	26.022
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-192	-8.365	-9.412
Finansman Geliri/(gideri) öncesi faaliyet karı	741.640	2.093.332	1.182.906
Finansman Gelirleri	91.558	188.512	548.332
Finansman Giderleri (-)	-8.185.536	-4.819.306	-5.714.879
Parasal Kazanç	3.743.913	6.098.104	4.814.992
Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi dönem karı / (zararı)	-3.608.425	3.560.642	831.351
Dönem Vergi Gideri (-)	-	-	-624
Ertelenmiş Vergi Geliri/ (Gideri)	-201.104	-267.026	453.815
Dönem Net Karı/(Zararı)	-3.809.529	3.293.616	1.284.542
Toplam Kapsamlı Gelir/(gider)	-3.447.497	12.435.857	4.027.025

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

Şirket'in hasılatlarının tamamı, elektrik satışlarından elde edilen gelirleri (YEKDEM kapsamında ve YEKDEM dışındaki kaynaklardan elde edilen gelirler dahil olmak üzere) kapsamaktadır. 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla Şirket'in ürettiği elektriğin sırasıyla %65, %54 ve %11'i YEKDEM kapsamında satılmıştır.

Şirket'in hasılatı 2021 yılında 1.688.224 bin TL iken 2022 yılında %87 oranında artış göstererek 3.157.017 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %9 oranında azalış göstererek 2.888.491 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in 2021 yılında maruz kalmış olduğu zayıf hidroloji koşulları nedeniyle elektrik üretimi düşük olmuştur. Bu durum Şirket'in finansal performansına da yansımıştır. 2022 yılının ilk çeyreğindeki yağış hacimleri ve geçmiş veriler dikkate alındığında, 2022 yılı, hidroloji açısından iyi bir yıl olmuştur. Üretim tarafındaki olumlu görünüm yanı sıra piyasa fiyatlarında da yükseliş bulunmaktadır. Yüksek enerji emtiası fiyatlarının Türk Lirası'nın değer kaybının, taleplerindeki toparlanmanın ve sınırlı rezerv kapasitesinin etkisiyle, fiyatlar en belirgin şekilde 2021'in 4. Çeyreğinden itibaren yükselmeye başlamıştır. Ancak bu fiyat artışının, yüksek üretim sezonu olan Nisan-Haziran döneminden sonra gerçekleşmesi nedeniyle Şirket'in 2021 yılı finansal performansına yansımamıştır.

Şirket, ticari santralleri olan Kadıncık-1 HES, Kadıncık-2 HES ve Yukarı Mercan HES için 2022 ilk çeyreğinde yüksek enerji fiyatlarından istifade etmiştir. 01.04.2022 tarihinden itibaren geçici olarak 1.200 TL/MWh azami uzlaştırma fiyatı gerilemesine rağmen; piyasa fiyatları hem nominal hem de reel olarak önceki yıllara göre yüksek seyretmiştir. Güçlü üretim hacimleriyle birleştirildiğinde, yüksek enerji fiyatları, ek olarak döviz kurlarındaki yükselişler de gelir akışlarını önemli ölçüde iyileştirmiştir.

Şirket'in 2023 yılında tesisler özelinde bakıldığında 31.12.2022 ile 31.12.2023 arasındaki farklarda Üçarmanlar ile özellikle Kadıncık-1 ve Kadıncık-2 HES'de negatif yönlü yüksek oranlı bir düşüş görülmektedir. Kadıncık santrallerinin bulunduğu Doğu Akdeniz havzasında su hidrolojisi açısından bir önceki yıla göre daha az bir suyun gelmesi sonucu üretim miktarında düşüş olmuştur. Uzun süreli bir duruş kaynaklı üretim kaybı yaşanması gibi bir durum söz konusu olmayıp sadece hidroloji azlığı

nedeniyle bir önceki yıla göre üretim düşük olmuştur. Diğer tesislerdeki fazlalıkta aksi ölçüde hidrolojik olarak daha fazla su gelmesine bağlı pozitif yönde bir üretim fazlalığı elde edilmiştir.

Satışların maliyeti, elektrik piyasası giderleri, personel giderleri, amortisman giderleri ve diğer genel üretim giderlerini kapsamaktadır. Satışların maliyetleri 2021 yılında 891.708 bin TL iken 2022 yılında %8 oranında artış göstererek 963.006 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %65 oranında artış göstererek 1.593.552 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Elektrik piyasası giderleri üretim hacimlerine bağlıdır. Dolayısıyla satışların maliyeti yıllara göre üretim hacimleriyle paralel olarak artış ve azalış göstermektedir. Bu bağlamda elektrik piyasası giderleri 2021 yılında elektrik üretimlerinin azalması sebebiyle azalış gösterirken, 2022 yılında üretim miktarındaki yükselişten artış göstermektedir.

Şirket'in HES'lerine ait binalar, yeraltı ve yerüstü düzenleri ve tesis, makine ve cihazları 31.12.2022 tarihinden itibaren SPK lisansına sahip bağımsız bir değerlendirme şirketi tarafından yeniden değerlendirme yöntemi ile değerlendirilmiştir ve 31.12.2022'den sonraki dönemlerde yeniden değerlendirilen bu maddi duran varlıkların amortisman giderlerinde artış olmuştur.

Şirket'in genel yönetim giderleri, personel giderleri, vergi, resim, harç giderleri, danışmanlık giderleri, amortisman giderleri ve itfa payları, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler ve diğer giderlerden oluşmaktadır. Şirket'in genel yönetim giderleri, 2021 yılında 74.925 bin TL iken 2022 yılında %33 oranında azalış göstererek 50.119 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında genel yönetim giderlerindeki azalışın en önemli sebebi dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetlerdeki %70 oranındaki azalıştır. Şirket'in genel yönetim giderleri, 2023 yılında ise %1 azalış göstererek 49.467 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in esas faaliyetlerden diğer gelirler 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sırasıyla 16.766 bin TL, 7.360 bin TL ve 549 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler 2022 ve 2023 yılları bir önceki yıla göre sırasıyla %56 ve %93 oranında azalmıştır. 2021 yılında esas faaliyetlerden diğer gelirlerin ana kaynağı 15.639 bin TL tutarında tahakkuk eden sigorta hasar tazmin gelirleri olurken, 2022 yılında ise bu kalemin ana kaynağı 6.743 bin TL ile silinen ticari borçlara ilişkin gelirdir.

Esas faaliyetlerden diğer giderler, gecikme faizi giderleri, esas faaliyetlerden kur farkı giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır. Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri 2021 yılında 3.291 bin TL iken 2022 yılında %1835 oranında artış göstererek 63.686 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise %25 oranında artış göstererek 79.725 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki artışı oluşturan en önemli kalem ise gecikme faizi giderleridir. 2023 yılındaki artışı oluşturan en önemli kalem ise kur farkı giderleridir. Kur farkı giderleri Şirket'in geçerli para biriminden farklı para biriminde ticari varlık/yükümlülüklerinin, geçerli para birimi karşısında değer kazanması/ kaybetmesi nedeniyle oluşan gelirlerdir. EPDK'nın 12.01.2023 tarihli kararına göre Şirket'in iade etmesi gereken destek ücreti borcu tutarına ilişkin oluşan yükümlülükle ilgili olarak 2022 yılında 50.235 bin TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla ise 49.919 bin TL gecikme faizi gideri oluşmuştur.

Şirket'in finansman gelirleri, 2021 yılında 91.558 bin TL iken 2022 yılında %106 oranında artış göstererek 188.512 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki bu artışın sebebi temel olarak kur farkı gelirlerindeki artış ile türev işlem gelirleri ve ilişkili taraf faiz gelirlerinden kaynaklanmaktadır. 2023 yılında bu kalem %191 oranında artış göstererek 548.332 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın temel nedeni kur farkı gelirlerindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Kur farkı gelirlerindeki artışın ana sebebi ise ilgili dönemlerde kurdaki değişimler Şirket'in dönem içerisinde sahip olduğu yabancı para banka hesaplarından kaynaklanmaktadır. Artışı etkileyen bir diğer gelir kalemi ise türev işlemlerinden kaynaklanan gelirlerdeki artıştır. Bu artışın temel sebebi ise Şirket lehine oluşan faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in finansman giderleri 2021 yılında 8.185.536 bin TL iken 2022 yılında %41 oranında azalarak 4.819.306 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Azalıştaki en büyük etken kur farkı giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Finansman giderleri 2023 yılında ise %19 oranında artış göstererek 5.714.879 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışı etkileyen temel gider kalemleri kur farkı giderleri ve banka faiz ve komisyon giderlerindeki artıştır. Faiz giderlerindeki artışın sebebi de yabancı para bazlı faiz giderlerinin kurdaki değişimden etkilenmesidir.

Enflasyonun Şirket'in cari dönemdeki net parasal yükümlülük pozisyonu üzerindeki etkisi, konsolide gelir tablosunda net parasal pozisyon kazancı hesabına kaydedilmiştir. Parasal kayıp/kazanç, parasal aktif ile parasal pasifler arasındaki farktır. Bu fark, belirli bir dönem boyunca parasal değeri elde bulundurmaktan kaynaklanan kayıp/kazanç verir. Net parasal pozisyon karı/zararı, enflasyondan kaynaklanan kazanç/kayıp demektir.

Şirket'in 2021 yılında 3.743.913 bin TL parasal kazanç bulunurken 2022 yılında 6.098.104 bin TL parasal kazanç bulunmaktadır. 2023 yılında ise 4.814.992 bin TL parasal kazanç bulunmaktadır.

Ertelenmiş vergi gelir/giderleri TFRS'ye göre hazırlanan finansal tablolar ile Şirket'in yasal kayıtları arasındaki geçici farklardan kaynaklanan gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu geçici farkların çoğu da türev işlemlerden, amortisman ve itfa paylarına ilişkin düzeltmelerden ve kur farkına ilişkin düzeltmelerden kaynaklanmaktadır.

Şirket'in ertelenmiş vergi oranı tüm uzun vadeli geçici farklar için 31.12.2023 tarihi öncesine kadar %20, kısa vadeli için ise bir sonraki dönemin kurumlar vergisi oranı dikkate alınmıştır. 31.12.2023 itibarıyla geçici farklar üzerinden uygulanmış oran %25'tir.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yılları itibarıyla sırasıyla 201.104 bin TL ve 267.026 bin TL ertelenmiş vergi gideri, 453.815 bin TL ertelenmiş vergi geliri olmuştur.

Yukarıda açıklanan etkenlerin bir sonucu olarak, 2021 yılı net dönem zararı 3.809.529 bin TL iken 2022 yılında net dönem karı 3.293.616 bin TL olarak kaydedilmiştir. 2023 yılında ise net dönem karı %61 oranında azalarak 1.284.542 bin TL olarak kaydedilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar için brüt kar marjı, esas faaliyet kar marjı, net kar marjı, FAVÖK ve FAVÖK kar marjı hesaplamaları verilmiştir.

FAVÖK Hesaplaması (Bin TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Hasılat	1.688.224	3.157.017	2.888.491
Satışların Maliyeti (-)	-891.708	-963.006	-1.593.552
Brüt Kar	796.516	2.194.011	1.294.939
Genel Yönetim Giderleri (-)	-74.925	-50.119	-49.467
Esas Faaliyet Karı	721.591	2.143.892	1.245.472
Amortisman	618.687	620.181	1.121.099
FAVÖK	1.340.278	2.764.073	2.366.571

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Brüt Kar Marjı	47,2%	69,5%	44,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	42,7%	67,9%	43,1%
FAVÖK Marjı	79,4%	87,6%	81,9%
Net Kar/(zarar) Marjı	-225,7%	104,3%	44,5%

Kaynak: IC Enterra İzahnamesi

6. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Fonun Yatırım Konusu	Halka Arz Gelirine Oranı
Erzin-2 GES Projesi	%25-%55
Yeni Yenilenebilir Enerji Santrali Yatırımları	%25-%40
Bağıştaş GES Projesi	%8-%15
Depolamalı RES ve GES Projeleri	%10-%20

Kaynak: İzahname ve Fon Kullanım Raporu

Şirket'in sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşünüldükten sonra kalan fonun aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarda kullanılması planlanmaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %25-%55'ine tekabül eden kısmının Erzin-2 GES ile ilgili yatırımların finansmanı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %25-%40'ına tekabül eden kısmının, Şirket'in yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik üretimi amacıyla yurt içi ve yurt dışı piyasalarda faaliyet gösteren mevcut diğer şirketlerin ya da doğrudan yenilenebilir enerji kaynaklı elektrik üretim santrallerinin satın alınması yoluyla elde edebileceği büyüme fırsatlarını takip ettiği, bu kapsamda tür şirket veya santral satın alımları ile 2026 yılı sonu itibarıyla toplamda işletme ve yatırım sürecindeki lisanslı proje portföyü olarak 1.200 MW'a varan kapasiteye ulaşma hedefi doğrultusunda kullanılması planlanmaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %10-%20'sine tekabül eden kısmının, Tekirdağ, Edirne, Kırklareli, Erzincan, Tokat, Kütahya ve Osmaniye bölgelerindeki depolamalı RES ve GES projelerinin lisansları alındıktan sonra, 2025-2028 yılları arasında gerçekleşmesi hedeflenen yatırım sürecindeki harcamalarının finansmanında kullanılması planlanmaktadır.

Net halka arz gelirlerinin %8-%15'sine tekabül eden kısmının, Şirket tarafından İçtaş Yenilenebilir, Bağıştaş-1 HES bünyesinde toplam 61,0847 MWm gücünde bir hibrit santral olarak Bağıştaş GES'e ilişkin devam etmesi planlanan yatırımların finansmanı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

Şirket'in halka arzdan elde edilen net gelirlerin belirtildiği şekilde kullanmaya ihtiyaç olmadığı ve/veya kullanmadığı ölçüde, Şirket kendi menfaatleri doğrultusunda ve/veya istikrarlı şekilde faaliyetlerine devam eden bağlı ortaklık ve iştirakleri adına fon kullanım kategorileri arasında %10 ile sınırlı olmak üzere bir geçiş yapabilecek ve/veya elde edilen söz konusu net gelirleri kullanabilecektir.

7. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

7.1. “Çarpan Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Çarpan Analizi yöntemi ile yapılan piyasa değeri hesaplamasında; Firma Değeri/FAVÖK (“FD/FAVÖK”) çarpanı kullanılmıştır. Şirket için piyasa çarpanları yöntemiyle yapılan değerlemede baz alınan rasyolarda yurt içi benzer şirketlerin piyasa çarpanları ve yurt dışı benzer şirketlerin piyasa çarpanları kullanılmıştır.

Yurt içi benzer şirketler ile yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK çarpanı ortalamaları eşit oranda (her biri ½ oranında) ağırlıklandırılmıştır. Şirket’in piyasa çarpanları analizinde 30.09.2023 tarihli yıllıklandırılmış mali verilerini kullanmıştır.

Özet Veriler (bin TL)	30.09.2023
FAVÖK	1.664.640
Son Bir Yıllık Merkez Bankası Amerikan Doları Satış Kuru Ortalaması	21,24
FAVÖK (bin USD)	78.381

(Son bir yıl = 1 Ekim 2022 ile 30 Eylül 2023 arasındaki bir yıllık dönem)

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.1. Yurt Dışı Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizinde, yurt dışı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören ve IC Enterra ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketlerden Firma Değeri/FAVÖK çarpanı için 15’in üstündeki değerler uç değer olarak kabul edilmiştir ve uç değerler ortalama hesaplamasına dâhil edilmemiştir. Analiz neticesinde, Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarının ortalaması 11,25 olarak hesaplanmıştır.

Şirket Unvanı	Piyasa Değeri (23 Şubat 2024) (milyon USD)	Net Finansal Borç (30 Eylül 2023) (milyon USD)	Firma Değeri (milyon USD)	FAVÖK (01.10.2022 - 30.09.2023) (milyon USD)	Firma Değeri / FAVÖK (x)
Iberdrola, S.A.	72.359	48.964	121.323	14.141	8,58
RWE Aktiengesellschaft	24.923	3.826	28.749	2.668	10,78
Endesa, S.A.	19.154	14.569	33.723	4.784	7,05
Auren Energia S.A.	2.587	92	2.679	288	9,30
AES Brasil Energia S.A.	1.289	1.767	3.056	269	11,36
Innergex Renewable Energy Inc.	1.160	4.418	5.578	418	13,34
GEPIK Energy Development Co	1.152	1.316	2.468	223	11,07
Scatec ASA	1.010	1.969	2.979	200	14,89
CK Power Public Company	918	663	1.581	107	14,78
Genex Power Limited	164	381	545	7	75,1
ORTALAMA					11,25

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketlerin Çarpan Değerleri

Yurt içi benzer şirketler kapsamında, Borsa İstanbul'un BİST Elektrik ("XELKT") endeksinde yer alan 30 şirket incelenmiştir. Bu şirketlerden sekiz tanesi, faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı ve yedi tanesinin kurulu gücünün tamamı veya önemli bir kısmı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.

Geriye kalan ve çarpan analizinde dikkate alınan 15 şirketin Firma Değeri / FAVÖK çarpanları incelenmiştir. Firma Değeri / FAVÖK çarpanı 15'in üstünde çıkan değerler uç değer olarak kabul edilmiştir.

Ayen Enerji'nin kurulu gücü içerisinde en önemli payı oluşturan Yamula Barajı ve HES'in 2025 yılı EÜAŞ'a devri gerçekleştirildiğinden ve şirketin hasılatı ve FAVÖK'ü önemli bir düşüş kaydedeceğinden hareketle, şirketin mevcut çarpanı ortalama hesabında dikkate alınmamıştır. Analiz neticesinde Firma Değeri / FAVÖK çarpanları ortalaması 10,17 olarak hesaplanmıştır.

Şirket Unvanı	Piyasa Değeri (23 Şubat 2024)		Net Finansal Borç (30 Eylül 2023)		Firma Değeri (mln USD)	Hasılat (01.10.2022- 30.09.2023)		FAVÖK (01.10.2022 - 30.09.2023)		Firma Değeri / FAVÖK (x)
	(mln TL)	(mln USD)	(mln TL)	(mln USD)		(mln TL)	(mln USD)	(mln TL)	(mln USD)	
Akfen Yenilenebilir Enerji	28.550	921	8.619	314	1.235	3.022	142	2.100	99	12,49
Aksu Enerji	994	32	68	2	35	38	2	20	1	36,5
Aydem Yenilenebilir Enerji	19.176	618	16.675	608	1.226	4.442	209	2.922	138	8,91
Ayen Enerji	8.464	273	4.255	155	428	6.024	284	1.676	79	5,4
Biotrend Çevre ve Enerji	10.410	336	2.835	103	439	1.683	79	508	24	18,4
Esenboğa Elektrik Üretim	5.320	172	2.293	84	255	875	41	289	14	18,7
Galata Wind Enerji	15.552	502	-81	-3	499	1.396	66	1.082	51	9,78
Hun Yenilenebilir Enerji	4.814	155	1.712	62	218	540	25	256	12	18,1
Kartal Yenilenebilir Enerji	3.270	105	528	19	125	234	11	136	6	19,5
Margün Enerji Üretim	16.461	531	2.112	77	608	605	28	297	14	43,5
Naturel Yenilenebilir Enerji	9.001	290	2.396	87	378	1.255	59	344	16	23,3
Pamel Yenilenebilir El. Ür.	4.944	159	-76	-3	157	29	1	14	1	23,7
Tatlıpınar Enerji Üretim	12.067	389	562	20	410	807	38	521	25	16,7
Zedur Enerji Elektrik Üretim	2.368	76	258	9	86	78	4	40	2	45,7
Zorlu Enerji Elektrik. Ür.	29.600	955	39.225	1.430	2.385	33.963	1.599	5.339	251	9,49
ORTALAMA										10,17

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Nihai Değer Tablosu

(bin USD)	Hesaplama Formülü	Yurt İçi Benzer Şirketler	Yurt Dışı Benzer Şirketler
Şirketlerin FD / FAVÖK Çarpanlarının Ortalaması	A	10,17x	11,25x
30.09.2023 İtibarıyla Son Bir Yıl FAVÖK	B		78.381
IC Enterra'nın Firma Değeri	C= A x B	797.137	881.789

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.2. “İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi” Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Ak Yatırım tarafından IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerine yönelik yapılan İNA analizinde 2024 – 2025 yılları için ve projeksiyon döneminde YEKA kapsamında faaliyete alınması planlanan Erzin GES'e yönelik 2024-2053 yılları için nakit akım projeksiyonları ABD Doları bazında yapılmıştır.

IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerinin değerlendirilmesinde ve 2024'ün ikinci yarısından itibaren 2053 yıl sonuna kadar faaliyet göstermesi planlanan Erzin GES değerlendirilmesinde hesaplanan AOSM tablosu aşağıda verilmektedir.

AOSM	Hesaplama Formülü	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039+
Risksiz Getiri Oranı	A	8,10%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,90%	7,80%	7,70%	7,60%	7,50%
Piyasa Risk Primi	B	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	C	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	D=A+(BxC)	13,60%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,40%	13,30%	13,20%	13,10%	13,00%
Borçlanma Maliyeti	E	10,60%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,40%	10,30%	10,20%	10,10%	10,00%
Vergi Oranı	F	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
Hedef Özkaynak Oranı	G	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Hedef Borç Oranı	H	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
AOSM	$I = \frac{D \times G + E}{x(1-F) \times H}$	10,93%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,65%	10,56%	10,48%	10,39%	10,30%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, itfa tarihi 11 Mayıs 2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123CM05) tahvil getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. 2024 yılı risksiz getiri oranı olarak, %8,10 oranı kullanılmıştır. 2025-2034 yıllarında, risksiz getiri oranlarında sabit %8,0 oranı alınmıştır. 2035 yılından itibaren, mevcut eurobond fiyatlamaları dikkate alınarak, risksiz getiri oranında %0,1 oranında kademeli düşüş öngörülmüştür. 2039 yılından itibaren, risksiz getiri oranında sabit olarak %7,50 dikkate alınmıştır.

2024 yılında IC Enterra'nın borçlanma maliyeti, 2024 yılındaki risksiz getiri oranına ilaveten ihtiyatlılık çerçevesinde eklenen %2,5 ek prim ile hesaplanmış olup bu oran %10,60 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde, devam eden yıllarda risksiz getiri oranına ilaveten eklenen %2,5 ek prim ile borçlanma maliyeti hesaplanmıştır.

Hedef Borç ve Hedef Özkaynak Oranları belirlenirken, Şirket'in son üç dönemde gerçekleşen Toplam Finansal Borç/Toplam Pasifler ve Ana ortaklığa Ait Özkaynaklar/Toplam Pasifler oranlarının ortalaması hesaplanmıştır. 31.12.2021 itibarıyla, firmanın bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında özkaynakların negatif olması sebebiyle bu dönem için ilgili oran %0 olarak dikkate alınmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerinin nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Hasılat	142.285	141.821	136.245	133.071	135.220	131.961	128.691	127.865	131.891	136.036	138.006	142.929	145.541	148.108	151.675	155.316
Büyüme	36,94%	-0,41%	-3,93%	-2,33%	1,61%	-2,41%	-2,48%	-0,64%	3,15%	3,14%	1,45%	3,57%	1,83%	1,8%	2,4%	2,4%
Satışların Maliyeti	16.534	16.918	17.270	17.616	17.968	18.327	18.694	19.068	19.449	19.838	20.235	20.639	21.052	21.473	21.903	22.341
Operasyonel Giderler	1.393	1.424	1.452	1.481	1.511	1.541	1.572	1.603	1.635	1.668	1.701	1.735	1.770	1.805	1.841	1.878
FAVÖK	124.357	123.479	117.523	113.975	115.742	112.093	108.426	107.194	110.807	114.530	116.070	120.554	122.719	124.829	127.931	131.097
FAVÖK Marjı	87,40%	87,07%	86,26%	85,65%	85,60%	84,94%	84,25%	83,83%	84,01%	84,19%	84,11%	84,35%	84,32%	84,28%	84,35%	84,41%
Amortisman [-]	62.588	62.329	62.566	60.280	59.746	59.700	54.282	19.594	19.577	18.992	19.001	18.964	18.997	19.023	18.777	18.811
FVÖK	61.769	61.150	54.957	53.695	55.996	52.394	54.144	87.601	9.122	95.538	97.069	101.590	103.721	105.806	109.155	112.285
Vergi	0	0	2.516	11.813	12.319	12.575	12.994	21.024	21.895	22.929	23.297	24.382	24.893	25.393	26.197	26.949
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	16053	91	-588	-423	172	-460	-466	-183	371	382	127	467	194	185,00	301,00	301,00
Yatırım Harcamaları	1.423	1.418	1.362	1.331	1.352	1.320	1.287	1.279	1.319	1.360	1.380	1.429	1.455	1.481	1.517	1.553
Serbest Nakit Akımı	106.881	121.970	114.232	101.254	101.899	98.660	94.611	85.075	87.222	89.858	91.267	94.276	96.176	97.770	99.916	102.294
AOSM	10,93%	10,85%	10,85%	10,85%	10,85%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,74%	10,65%	10,56%	10,48%	10,39%	10,30%
İndirgeme Oranı	1,04	1,15	1,25	1,41	1,57	1,74	1,92	2,13	2,36	2,61	2,89	3,2	3,54	3,91	4,31	4,76
İndirgenmiş Nakit Akımı	102.915	105.953	89.523	71.588	64.995	56.286	49.209	39.958	36.993	34.415	31.564	29.466	27.188	25.018	23.161	21.498

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T
Hasılat	163.492	170.306	174.588	178.201	181.628	185.122	188.683	192.314	196.016	199.789	203.635	207.557	211.554	215.630	215.590	210.596
Büyüme	5,3%	4,2%	2,5%	2,1%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	-0,02%	-2,32%
Satışların Maliyeti	22.788	23.243	23.708	24.182	24.666	25.159	25.662	26.176	26.699	27.233	27.778	28.333	28.900	29.478	29.744	28.604
Operasyonel Giderler	1.916	1.954	1.993	2.033	2.074	2.115	2.158	2.201	2.245	2.290	2.335	2.382	2.430	2.478	2.528	2.451
FAVÖK	138.788	145.109	148.887	151.985	154.888	157.847	160.863	163.938	167.072	170.266	173.522	176.841	180.224	183.673	183.318	179.541
FAVÖK Marjı	84,89%	85,20%	85,28%	85,29%	85,28%	85,27%	85,26%	85,24%	85,23%	85,22%	85,21%	85,20%	85,19%	85,18%	85,03%	85,25%
Amortisman [-]	18.852	18.900	18.953	19.004	19.057	19.100	19.137	19.173	19.208	19.244	18.422	18.460	15.091	15.090	15.119	3.232
FVÖK	119.936	126.208	129.934	132.981	135.831	138.747	141.726	144.765	147.864	151.021	155.100	158.382	165.134	168.583	168.199	176.308
Vergi	28.785	30.290	31.184	31.915	32.599	33.299	34.014	34.744	35.487	36.245	37.224	38.012	39.632	40.460	40.368	42.314
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	827,00	663,00	375,00	296,00	275,00	280,00	285,00	291,00	296,00	302,00	308	314	320	326	- 103	- 361
Yatırım Harcamaları	1.635	1.703	1.746	1.782	1.816	1.851	1.887	1.923	1.960	1.998	2.036	2.076	2.116	2.156	2.156	2.106
Serbest Nakit Akımı	107.542	112.452	115.582	117.992	120.198	122.417	124.677	126.980	129.328	131.721	133.954	136.441	138.157	140.731	140.897	135.482
AOSM	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
İndirgeme Oranı	5,25	5,79	6,39	7,04	7,77	8,57	9,45	10,42	11,50	12,68	13,99	15,43	17,02	18,77	20,71	22,84
İndirgenmiş Nakit Akımı	20.490	19.425	18.101	16.753	15.473	14.287	13.192	12.181	11.248	10.386	9.576	8.843	8.118	7.497	6.805	5.932

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Hasılat	193.887	109.196	98.095	98.497	94.997	96.889	98.818	100.787	102.794	56.012
Büyüme	-7,93%	-43,68%	-10,17%	0,41%	-3,55%	1,99%	1,99%	1,99%	1,99%	-45,51%
Satışların Maliyeti	25.323	13.115	10.806	10.606	9.426	9.615	9.807	10.003	10.203	5.560
Operasyonel Giderler	2.215	1.344	1.231	1.234	1.183	1.207	1.231	1.256	1.281	698
FAVÖK	166.349	94.737	86.057	86.657	84.387	86.067	87.780	89.528	91.310	49.754
FAVÖK Marjı	85,80%	86,76%	87,73%	87,98%	88,83%	88,83%	88,83%	88,83%	88,83%	88,83%
Amortisman [-]	3.205	3.000	2.765	2.531	2.300	2.106	2.085	1.088	1.097	911
FVÖK	163.144	91.737	83.292	84.126	82.087	83.961	85.695	88.439	90.213	48.843
Vergi	39.155	22.017	19.990	20.190	19.701	20.151	20.567	21.225	21.651	11.722
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	- 1.266	- 5.775	- 561	100	- 138	187	191	194	198	-4.600
Yatırım Harcamaları	1.939	1.092	981	985	950	969	988	1.008	1.028	560
Serbest Nakit Akımı	126.521	77.403	65.647	65.382	63.874	64.760	66.034	67.100	68.433	42.071
AOSM	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
İndirgeme Oranı	25,19	27,79	30,65	33,80	37,29	41,13	45,36	50,03	55,19	60,87
İndirgenmiş Nakit Akımı	5.023	2.786	2.142	1.934	1.713	1.575	1.456	1.341	1.240	691
İndirgenmiş Nakit Akımları Toplamı	1.028.501									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İNA analizine göre IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerinin Firma Değeri, 1.028.501 bin USD olarak hesaplanmıştır.

Hazırlanan projeksiyonlara göre Erzin GES'in nakit akışı aşağıdaki tabloda gösterilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
Hasılat	14.525	23.657	21.729	11.919	11.890	11.819	11.769	11.718	11.686	11.613	11.559	13.702	22.332	21.581	21.093
Büyüme		19,0%	-8,1%	-45,1%	-0,2%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,6%	-0,5%	18,5%	63,0%	-3,4%	-2,3%
İşletme Gideri	1.497	2.320	2.130	1.163	1.160	1.153	1.148	1.149	1.145	1.138	1.132	1.344	2.198	2.124	2.075
FAVÖK	13.028	21.337	19.599	10.756	10.730	10.666	10.621	10.569	10.541	10.475	10.427	12.358	20.133	19.457	19.018
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman [-]	12.703	12.703	12.724	12.746	12.769	12.792	12.815	12.817	12.820	12.822	122	124	127	129	132
FVÖK	326	8.634	6.875	-1.990	-2.039	-2.126	-2.194	-2.248	-2.279	-2.347	10.305	12.234	20.007	19.328	18.886
Vergi	8	207	165	0	0	0	0	0	0	0	247	294	480	464	453
NIS Fazlası (İhtiyacı)	943	264	-720	-379	-1	-3	-2	-3	-1	-3	-2	82	332	559	-32
Yatırım Harcamaları	48.847	0	108	110	112	115	117	119	122	124	127	129	132	134	137
Serbest Nakit Akımı	-36.769	20.866	20.046	11.024	10.618	10.554	10.506	10.453	10.421	10.354	10.055	11.853	19.189	18.300	18.460
AOSM	10,9%	10,8%	10,8%	10,8%	10,8%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%	10,6%	10,5%	10,4%
İndirgeme Oranı	1,04	1,15	1,28	1,41	1,57	1,74	1,92	2,13	2,36	2,61	2,89	3,20	3,54	3,91	4,31
İndirgenmiş Nakit Akımı	-35.405	18.126	15.710	7.794	6.773	6.079	5.464	4.909	4.420	3.965	3.478	3.705	5.425	4.683	4.279

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Hasılat	20.406	20.708	21.302	21.137	21.058	21.420	21.708	22.037	22.370	22.744	23.047	23.396	23.755	24.163	22.259
Büyüme	-3,3%	1,5%	2,9%	-0,8%	-0,4%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	-7,9%
İşletme Gideri	2.007	2.037	2.096	2.079	2.071	2.106	2.135	2.167	2.200	2.237	2.267	2.301	2.336	2.376	2.189
FAVÖK	18.398	18.671	19.207	19.058	18.987	19.313	19.574	19.870	20.170	20.507	20.780	21.095	21.419	21.787	20.070
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman [-]	134	137	140	143	146	148	151	154	158	161	164	167	171	174	539
FVÖK	18.264	18.534	19.067	18.915	18.842	19.165	19.422	19.716	20.013	20.347	20.617	20.928	21.249	21.613	19.531
Vergi	438	445	458	454	452	-9348	4.661	4.732	4.803	4.883	4.948	5.023	5.100	5.187	4.687
NIS Fazlası (İhtiyacı)	-45	20	39	-11	-5	24	19	22	22	24	20	23	24	27	-125
Yatırım Harcamaları	140	143	145	148	151	154	157	161	164	167	170	174	177	181	185
Serbest Nakit Akımı	17.866	18.064	18.565	18.467	18.389	28.483	14.736	14.956	15.182	15.432	15.642	15.876	16.119	16.392	15.323
AOSM	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
İndirgeme Oranı	4,76	5,25	5,79	6,39	7,04	7,77	8,57	9,45	10,42	11,50	12,68	13,99	15,43	17,02	18,77
İndirgenmiş Nakit Akımı	3.755	3.442	3.207	2.892	2.611	3.667	1.720	1.582	1.456	1.342	1.233	1.135	1.045	963	816
İNA'ların Toplamı	90.102														

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

7.3. Değerleme Sonucu

Bu raporun değerlendirme yöntemleri başlığı altında açıklandığı üzere, Şirket değerlemesinde “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır. Çarpan analizinde Firma Değeri/FAVÖK çarpanlarına yer verilmiştir. Şirket’in yurt içi benzer şirketlere göre hesaplanan firma değeri 797.137 bin USD ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan firma değeri 881.789 bin USD olmuştur.

IC Enterra Yenilenebilir Enerji’nin mevcut faaliyetlerinin Ak Yatırım tarafından hesaplanan İNA değeri 1.028.501 bin USD olarak, Erzin GES değeri 90.102 bin USD olarak ve IC Enterra Yenilenebilir Enerji’nin Konsolide Özsermaye Değeri ise 694.131 bin USD olarak bulunmuştur.

Değerleme Sonucu (bin USD)	Hesaplama Formülü	İNA	Yurt İçi Çarpanlar	Yurt Dışı Çarpanlar
Farklı Değerleme Yöntemlerine Göre IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri	A	1.028.501	797.137	881.789
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	25%	25%
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri	$C=\sum(AxB)$			933.982
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri İçindeki Trabzon Enerji Azınlık Hissedarlarının Payı*	$D=Cx\%0,12$			1.121
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri İçindeki Trabzon Enerji'nin Azınlık Hissedar Payları İle Düzeltilmiş Firma Değeri	$E=C-D$			932.861
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin 31.12.2023 Düzeltilmiş Net Finansal Borç Pozisyonu	F			328.833
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Özsermaye Değeri	$G=E-F$			604.029
Erzin GES Değeri	H		90.102	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Konsolide Özsermaye Değeri	$I=G+H$		694.131	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Pay Adedi	J		1.618.013.677	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Pay Başına Özsermaye Değeri (USD)	$L=I/J$		0,43	
Merkez Bankası Dolar Satış Kuru - 23.02.2024	M		31,0605	
IC Enterra Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	$N=LxM$		13,33	

	Fiyat
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Özsermaye Değeri (TL)	18.761.438.330
Erzin GES Değeri (TL)	2.798.604.075
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Konsolide Özsermaye Değeri (TL)	21.560.042.405
Pay Adedi	1.618.013.677
1 adet IC Enterra Payı Başına Hesaplanan Değer	13,33
Halka Arz İskontosu	%25,0
1 Adet IC Enterra Payının Halka Arz Fiyatı	10,00

IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin konsolide özsermaye değeri üzerinden halka arz iskontosu öncesi pay değeri 13,33 TL olarak hesaplanmıştır. Bu değere, halka arz iskontosu olarak %25,0 oranında iskonto uygulanarak pay başı değer 10,00 TL olarak belirlenmiştir.

8. Görüş

- IC Enterra için Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda verilen bilgilerin kapsamlı, açık, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- IC Enterra değerlemesi kapsamında İndirgenmiş Nakit Akım Analizi ile birlikte Benzer Şirket Analizi yöntemlerinin kullanılmasını ve her iki değere %50 oranında ağırlık verilmesini makul bulmaktayız.
- Şirket gelirlerinin ve önemli giderlerinin USD bazlı olması nedeniyle değerlemenin USD bazında yapılmasının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- INA Analizinde projeksiyon döneminin, santral bazında lisans süreleri ile sınırlandırılmasını ve uç değer uygulanmamasının uygun olduğunu düşünmekteyiz.
- Benzer Şirket Analizinde, fiyat tespit raporu yayın tarihi itibarıyla henüz yurt içi benzer şirket olarak belirlenen şirketlerin 31.12.2023 tarihli finansal tabloların açıklanmamış olması nedeniyle, karşılaştırılabilir olmak adına 30.09.2023 tarihi itibarıyla yıllıklandırılmış mali verilerin kullanılmasını makul bulmaktayız.

Sonuç olarak, Şirket için hesaplanan özsermaye değerine %25 oranında halka arz iskontosu uygulanarak belirlenen 10,00 TL pay başına değer yukarıda belirtilen görüşlerimiz çerçevesinde makul olduğunu düşünmekteyiz.