



**İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.**  
**Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu**



**07/08/2023**

## 1. Halka Arza İlişkin Bilgiler:

Halka Arz Bilgileri	
<b>Borsa Kodu</b>	IZENR
<b>Halka Arz Fiyatı</b>	19,00 TRY
<b>Halka Arz iskontosu</b>	%19,8
<b>Halka Arz Tarihleri</b>	8-9-10 Ağustos 2023
<b>Halka Arz Yöntemi</b>	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
<b>Halka Arz Şekli</b>	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
<b>Dağıtım</b>	%60 Yurt İçi Bireysel (Eşit Dağıtım) %40 Yurt İçi Kurumsal
<b>Halka Açıklık Oranı Ek Satış Hariç</b>	20,02 %
<b>Halka Açıklık Oranı Ek Satış Dahil</b>	24,02 %
<b>Halka Arz Büyüklüğü Ek Satış Hariç</b>	2.186.900.000 TRY
<b>Halka Arz Büyüklüğü Ek Satış Dahil</b>	2.624.280.000 TRY

*Kaynak: İzdemir Enerji İzahname*

## 2. Şirketin Faaliyetleri:

Şirket'in fiili faaliyet konusu; elektrik üretimi ve ticaretidir. Şirket, sahip olduğu Santral'de elektrik üretimi ve satımıyla iştigal etmektedir. Ayrıca kendi üretimine ilave olarak veya duruş zamanlarında dışarıdan da elektrik alımı yapmakta ve müşterilerine satmaktadır.

Şirket'in İzmir Aliağa'da bulunan ve ithal kömüre dayalı olarak elektrik üreten santralinin toplam kurulu gücü 370 MW'dir. Şirket, 6 Haziran 2009 tarihinde EPDK'dan 49 yıl süreyle geçerli olmak üzere üretim lisansı almıştır. Santral, tam kapasite çalıştığında yıllık yaklaşık 1 milyon ton kömür tüketmekte ve bunun karşılığında 2,6 milyar ton kwh'ye kadar elektrik enerjisi üretebilmekte, üretilen elektrik enerjisinin bir kısmı serbest tüketicilere, bir kısmı ise devlete satılmaktadır.

## 3. Ortaklık Yapısı:

Sermaye artırımı ve ortak satışı şeklinde halka arz edilecek olan 115.100.000 TL nominal değerli payların halka arz edilmesi ile halka açıklık oranının 20,2 % olması planlanmaktadır. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde ek olarak mevcut ortaklardan İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.'nin sahip olduğu 23.020.000 TL nominal değerli paylar da dağıtıma tabi tutulacaktır. Bu durumda ise halka açıklık oranı %24,02 olacaktır.

Ortağın Unvanı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
		TL	%	TL	%	TL	%
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	A	600	0	600	0	600	0
	B	427.185.926	85,44	387.085.926	67,32	364.065.926	63,32
İDÇ Liman İşletmeleri A.Ş.	A	100	0	100	0	100	0
	B	37.264.742	7,45	37.264.742	6,48	37.264.742	6,48
Şahin Koç Çelik Sanayi A.Ş.	A	250	0	250	0	250	0
	B	25.315.750	5,06	25.315.750	4,40	25.315.750	4,40

Akdemir Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	A	49	0	49	0	49	0
	B	9.852.583	1,97	9.852.583	1,71	9.852.583	1,71
Halil Şahin	A	1	0	1	0	1	0
	B	379.999	0,08	379.999	0,07	379.999	0,07
Halka Açık Kısım	B	-	-	115.100.000	20,02	138.120.000	24,02
<b>Toplam</b>		<b>500.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>575.000.000</b>	<b>100,00</b>	<b>575.000.000</b>	<b>100,00</b>

Kaynak: İzdemir Enerji İzahname

#### 4. Finansallar

##### Bilanço Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2023 1.Ç.
Dönen Varlıklar	270.293	349.302	888.934	911.762
Duran Varlıklar	1.714.603	1.661.229	2.111.121	2.174.243
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>1.984.895</b>	<b>2.010.531</b>	<b>3.000.055</b>	<b>3.086.005</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	949.704	1.352.547	859.327	738.556
Uzun Vadeli Yükümlülükler	421.516	253.954	18.781	23.018
<b>Özkaynaklar</b>	<b>613.676</b>	<b>404.029</b>	<b>2.121.946</b>	<b>2.324.431</b>

Kaynak: İzdemir Enerji İzahname

##### Gelir Tablosu:

TRY bin TL	2020	2021	2022	2022 1.Ç.	2023 1.Ç.
Satışlar	884.055	1.368.437	6.759.743	824.653	1.795.054
Satışların Maliyeti (-)	709.263	1.046.796	4.394.947	595.597	1.581.690
Brüt Kar	174.792	321.641	2.364.796	229.056	213.364
Brüt Kar Marjı (%)	20	24	35	28	12
Favök Marjı (%)	24	29	28	30	12
Net Kar	(130.773)	(319.201)	1.135.587	59.898	160.857

Kaynak: İzdemir Enerji İzahname

#### 6. Değerleme:

Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirketin pay başına değerinin belirlenmesi çalışmasında “Piyasa Çarpanları” ve “İndirgenmiş Nakit Akımları” yöntemleri kullanılmıştır.

##### A- Çarpan Analizi:

Şirket ile benzer sektörde faaliyet gösteren yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketlerin İD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır. Buna göre yöntemlerin verdiği sonuçlar aşağıda gösterilmiştir.

### Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına göre Hesaplama

Ortalama İD/FAVÖK Çarpanı	7,18
FAVÖK (Son 3 yıl ortalama)	61.654.229 USD
İşletme Değeri	442.943.643 USD
Net Borç	6.287.660 USD
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>436.655.984 USD</b>

### Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına göre Hesaplama

	<b>FD/FAVÖK</b>
Ortalama İD/FAVÖK Çarpanı	8,08
FAVÖK (Son 3 yıl ortalama)	61.654.229 USD
İşletme Değeri	498.468.600 USD
Net Borç	6.287.660 USD
<b>İskonto Öncesi Piyasa Değeri</b>	<b>492.180.941 USD</b>

### İD/FAVÖK Çarpan Analizine Göre Ortalama İşletme Değeri

	USD	%
Yurtiçi Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına göre İşletme Değeri	442.943.643	50%
Yurtdışı Benzer Şirketler İD/FAVÖK Çarpanına göre İşletme Değeri	498.468.600	50%
<b>İD/FAVÖK Çarpanına göre Ağırlıklandırılmış İşletme Değeri</b>	<b>470.706.122</b>	<b>100%</b>

### B- İndirgenmiş Nakit Akışı (İNA):

- Projeksiyonlar 2023-2058 yılları için ve USD bazında yapılmıştır.
- Hisse senedi riski primi 5,5 % ve Şirket spesifik risk primi %1 alınmıştır.
- Risksiz getiri oranı projeksiyon dönemi boyunca %8,79 olarak varsayılmıştır.
- Borçlanma maliyetinin projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının 5 puan üzerinde olacağı varsayılmıştır.
- Kaldıraçsız Beta değeri 0,72, Kaldıraçlı Beta değeri 0,79 olarak alınmıştır.

Buna göre *İzdemir Enerji* için İNA yöntemi ile **448.290.678 USD** işletme değerine ulaşılmıştır.

### NİHAİ DEĞERLEME

Değerleme Yöntemi	
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (USD)	448.290.678
Piyasa Çarpanları Analizi (USD)	470.706.122
Ağırlıklandırılmış İşletme Değeri (%50-50 Eşit Ağırlık) (USD)	459.498.400
Net Borç (USD)	6.287.660
Piyasa Değeri (USD)	453.210.741
Pay Adedi	500.000.000
Pay Başına Fiyat (USD)	0,91
14.07.2023 tarihli TCMB Alış Kuru	26,1446
Pay Başına Fiyat (TL)	23,70

Halka Arz İskontosu	19,8 %
<b>Halka Arz Fiyatı (TL)</b>	<b>19,00</b>

*Kaynak: İzdemir Enerji Fiyat Tespit Raporu*

## 7. Değerleme Hakkındaki Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında verilen bilgiler yeterlidir.
- Çarpan analizinde İD/Favök çarpanının kullanılmasını makul buluyoruz. Ayrıca Şirket değerlemesinde sıklıkla kullanılan F/K, FD/Satışlar ve PD/DD çarpanları da değerlemede incelenebilirdi.
- Yurtiçi benzer şirket olarak sadece 2 şirket baz alınmıştır. Her ne kadar birebir benzer olmasa da Borsa İstanbul'da işlem gören daha fazla enerji şirketi bulunmaktadır. Bu bağlamda benzer şirket sayısı daha yüksek tutularak değerlemenin daha sağlıklı olması sağlanabilirdi.
- Üstteki yoruma ek olarak; 2 şirket baz alındığından çarpanların ortalaması alınmıştır. Daha fazla şirket baz alınmak suretiyle çarpanların medyanı alınabilirdi.
- Yurtiçi ve Yurtdışı benzer Şirket çarpanları kullanılmasını ve bunlara %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.
- Şirket'in halka arz sonrasında Yıldız Pazar'da işlem göreceği dikkate alındığında, Yıldız Pazar çarpanları da değerlemeye dahil edilebilirdi.
- Santralin lisans süresini kapsaması adına İNA analizinin 2058 yılına kadar yapılmasını ve nihai değer hesabı yapılmamasını makul buluyoruz.
- İNA'da risksiz faiz oranının dolar bazında %8,79 alınmasını makul buluyoruz.
- Borçlanma maliyetinin, risksiz faiz oranının 5 puan üstünde alınmasını olumlu buluyoruz.
- Beta değeri, 0,79 olarak hesaplanmıştır. Bunun yerine halka arzlarında sıklıkla kullanıldığı şekilde bu değer 1 olarak kullanılabilirdi.
- %5,5 olan alınan hisse senedi risk primini ve % 1 Şirket risk primini makul buluyoruz.
- Nihai değerlemede Çarpan Analizi ve İna Analizine %50-50 eşit ağırlık verilmesini makul buluyoruz.

**Sonuç olarak hesaplanan şirket değeri üzerinden %19,8 halka arz iskontosu uygulanarak bulunan pay başına 19,00 TL halka arz fiyatının yukarıdaki tespitlerimiz çerçevesinde makul olduğu görüşündeyiz.**

## ÇEKİNCE

Burada yer alan bilgiler TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile TFG İstanbul Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.