

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analiz Raporu

İşbu analiz raporu, Sermaye Piyasası Kurulu'nun Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29/2. Maddesi kapsamında QNB Finans Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("QNB Finansinvest") tarafından hazırlanmıştır.

Rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") İc Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("İc Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş." veya "Şirket") için hazırlanan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu ("Fiyat Tespit Raporu") analiz etmek amacıyla hazırlanmıştır.

Bu rapor yalnızca Şirket hakkında hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin QNB Finansinvest'in analizi olup yatırımcıların halka arza katılmasına ve/veya katılmamasına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin olarak KAP'ta yayınlanan izahnameyi inceleyerek kararlarını vermelidirler.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Özet Bilgiler	
Talep Toplama Tarihleri	27-28-29 Mart 2024
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	1.618.013.677 TL
Sermaye Artırımı	226.986.323 TL nominal
Mevcut Pay Satışı	142.579.394 TL nominal
Ek Satış	Yoktur.
Halka Açıklık Oranı	%20,03
Halka Arz Satış Fiyatı	10,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	3.695.657.170 TL

Kaynak: İzahname, KAP

Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Ortağın Unvanı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)	Pay Grubu	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı (%)
İçtaş Enerji	A	485.404.104	30,00	A	485.404.104	26,31
İçtaş Enerji	B	990.030.179	61,19	B	990.030.179	53,66
İçtaş İnşaat	A	-	-	A	-	-
İçtaş İnşaat	B	142.579.394	8,81	B	-	-
Halka Açık Kısım	-	-	-	B	369.565.717	20,03
Toplam	-	1.618.013.677	100	-	1.845.000.000	100

Kaynak: İzahname, KAP

Halka arz, sermaye artırımı ve ortak satışı yolu ile gerçekleştirilecektir. Sermaye artışı yolu ile elde edilecek net gelirin %8-15 'ini Bağıştaş GES projesi, %25-55'ini Erzin-2 GES projesi, %10-20'sini depolamalı RES ve GES projeleri ve %25-40'ını yeni yenilenebilir enerji santrali yatırımlarında kullanmayı planlamaktadır.

Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler niteliğindeki bağlı ortaklıkları olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. 2001 yılında Erzin-2'de Mercan Deresi üzerinde Girlevik II Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir. 2005 yılında yukarı Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir. 2010 yılında Damlapınar HES ve Kepezkaya HES faaliyete

geçmiştir. 2011 yılında Kumköy HES faaliyete geçmiştir. 2012 yılında Niksar 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 yılında Üçharmanlar HES, Kemerçayır HES ve Üçanlar HES işletmeye geçmiştir. 2015 yılında Bağıştaş-1 HES ve Çileklitepe HES işletmeye geçmiştir. 2016 yılında 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 yılında ,2001 yılında faaliyete geçen, 11,6 MW güce sahip ilk HES tesisi Girlevik II – Mercan HES , 29.03.2021 tarihinde yap işlet devret kontrat sona ermesi ile ETKB'ye devredilmiştir. 2023 yılında İçtaş Güneş, 100 MWe'lik YEKA GES-4 Erzin- Viranşehir Yarışmasına 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 enerji piyasa fiyatı teklifi verilerek 28.06.2022 tarihinde kazanılmıştır.

Faaliyetler Hakkında Bilgi

Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler (SPV) niteliğindeki bağlı ortaklıkları olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. İzahname tarihi itibarıyla Şirket'in Üretim Şirketleri vasıtasıyla işlettiği toplam 400,76 MWh/387,98 MWe kurulu gücünde olmak üzere 9 adet HES'i bulunmakta olup; Şirketin portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı hidroelektrik santrali bulunmaktadır. Santraller, Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

Mali Tablolar

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Gelir Tablosu (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
Brüt Kar Marjı (%)	47,18%	69,50%	44,83%
Esas Faaliyet Karı	735.066	2.087.566	1.166.296
Esas Faaliyet Kar Marjı (%)	43,54%	66,12%	40,38%
Dönem Karı/Zararı	(3.809.529)	3.293.616	1.284.542
Net Kar Marjı (%)	a.d	104,33%	44,47%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdaki gibidir:

Özet Bilanço (TL)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Dönen Varlıklar	97.530	928.053	503.663
Duran Varlıklar	16.540.156	27.196.720	27.504.550
TOPLAM VARLIKLAR	16.637.686	28.124.773	28.008.213
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.077.160	3.014.780	3.358.361
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.741.941	12.846.534	7.737.795
Özkaynaklar	(181.415)	12.263.459	16.912.057
Ödenmiş Sermaye	1.044.536	1.044.536	1.618.014
TOPLAM KAYNAKLAR	16.637.686	28.124.773	28.008.213

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu, KAP

2. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na konu değerlendirme çalışmasında İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmıştır. İNA çalışmasında şirketin serbest nakit akışı projeksiyonuna yer verilmiş, IC Enterra için 2024 – 2065 yılları, Erzin GES için 2024-2053 yılları üzerinden projeksiyonlara yer verilmiştir. Yapılmış olan çarpan analizlerinde yurt içi BIST Elektrik endeksi şirketleri ve yurt dışında faaliyet gösteren benzer şirketlere yer verilmiş ve Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. Değerleme çalışmasında İndirgenmiş nakit akışı analizi %50 ve Çarpan Analizi %50 olacak şekilde eşit ağırlıklandırılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizine ilişkin;

- İNA çalışması şirketin mevcut faaliyetlerini içerecek şekilde santrallerin lisans süreleri dikkate alınarak 2024- 2065 yıllarına ilişkin tahminleri içermekte olup ABD Doları bazlı projeksiyon yapılmıştır.
- Şirket'in YEKA kapsamında faaliyete alınması planlanan Erzin GES'in 2024 yılı 2. Yarısından itibaren 2053 yıl sonuna kadar faaliyet göstermesi öngörülerek söz konusu GES için ayrı bir İNA analiz çalışması yapılmıştır.
- Değerleme çalışmasında risksiz faiz oranı için Türkiye 30 yıl vadeli tahvil getiri oranı takip edilmiş olup 2024 yılı için %8,10 ve 2039'a kadar izleyen yıllar için kademeli olarak azalış öngörülmüştür. 2039 yılından itibaren %7,50 olarak sabit alınmıştır.
- Piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuş ve 1,0x beta katsayısı kullanılarak 2024-2065 yılları arasında %10,93-%10,30 AOSM oranına ulaşılmıştır.
- Vergi oranı ise 2024-2028 için %22,0, izleyen yıllar için %24,0 olarak sabit tutulmuştur.

İskonto Oranları	2024	2025-2028	2029-2034	2035	2036	2037	2038	2039+
Risksiz Faiz Oranı	8,10%	8,00%	8,00%	7,90%	7,80%	7,70%	7,60%	7,50%
Hisse Risk Primi	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Sermaye Maliyeti	13,60%	13,50%	13,50%	13,40%	13,30%	13,20%	13,10%	13,00%
Borç Maliyeti	10,60%	10,50%	10,50%	10,40%	10,30%	10,20%	10,10%	10,00%
Vergi Oranı	22,0%	22,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Borç Oranı	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%	50,0%
AOSM	10,93%	10,85%	10,74%	10,65%	10,56%	10,48%	10,39%	10,30%

Kaynak : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizine ilişkin;

- Çarpan analizinde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler iki farklı grupta ele alınıp FD/FAVÖK çarpanları hesaplanmıştır.
- Çarpan analizinde yurt içi benzer şirketlere %50 ve yurt dışı benzer şirketlere %50 eşit ağırlık verilmiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Iberdrola	8,58
RWE Aktiengesellschaft	10,78
Endesa, S.A.	7,01
Auren Energia S.A.	9,30
AES Brasil Energia S.A.	11,36
Innergex Renewable Energy Inc.	13,34
GEPIC Energy Development Co.	11,07
Scatec ASA	14,89
CK Power Public Company	14,78
Genex Power Limited	75,10
Medyan	11,25

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirketlerle yapılan değerlemede 11,25 FD/FAVÖK değeri elde edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK
Akfen Yenilenebilir Enerji	12,49
Aksu Enerji	36,50
Aydem Yenilenebilir Enerji	8,91
Ayen Enerji	5,40
Biotrend Çevre ve Enerji	18,40
Esenboğa Elektrik Üretim	18,70
Galata Wind Enerji	9,78
Hun Yenilenebilir Enerji	18,10
Kartal Yenilenebilir Enerji	19,50
Margün Enerji Üretim	43,50
Naturel Yenilenebilir Enerji	23,30
Pamel Yenilenebilir El. Ür.	237,00
Tatlıpınar Enerji Üretim	16,70
Zedur Elektrik Enerji Üretim	45,70
Zorlu Enerji Elektrik Ür.	9,49
Medyan	10,17

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içi benzer şirketlerle yapılan değerlemede 10,17 FD/FAVÖK değeri elde edilmiştir.
- Çarpan analizi çerçevesinde BIST Elektrik endeksi şirketleri piyasa çarpanları analizinde FD/FAVÖK çarpanına göre 797,1mn ABD Doları, Yurt dışı piyasa çarpanları analizinde ise 881,8mn ABD Doları firma değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analizi	Değerleme	FD/FAVÖK	Firma Değeri (mn USD)
Yurt İçi Benzer Şirketler	FD/FAVÖK	10,17	797,1
Yurt Dışı Benzer Şirketler		11,25	881,8

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

- Çarpan analizi yapılarak yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlere göre hesaplanan değerlere sırasıyla %50 ve %50 ağırlık uygulanarak, 839,46mn ABD Doları firma değerine ulaşılmıştır.

Piyasa Çarpanları Analiz Özeti	Ağırlık	Firma Değeri	Ağırlıklandırılmış Firma Değeri (mn USD)
Yurt Dışı Benzer Şirketler	50%	797,14	398,57
Yurt İçi Benzer Şirketler	50%	881,79	440,89
Özsermaye değeri			839,46

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Özsermaye Değeri (mn, USD)	Özkaynak Değeri	Ağırlık	Ağırlıklı Firma Değeri
İNA	1.028,5	50%	514,3
Çarpan Analizi	839,46	50%	419,7
IC Enterra Yenilenebilir Enerji Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri			933,98

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonuçları

Özsermaye Değeri	(mn, USD)
IC Enterra Yenilenebilir Ağırlıklı Ort. Firma Değeri	933,98
Trabzon Enerji'nin Azınlık Hissedar Payları	1,12
IC Enterra Yenilenebilir Düzeltilmiş Firma Değeri	932,86
Net Finansal Borç (31.12.2023)	328,83
IC Enterra Yenilenebilir Enerji Özsermaye Değeri	604
Erzin GES Değeri	90
IC Enterra Yenilenebilir Enerji Konsolide Özsermaye Değeri	694

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş Fiyat Tespit Raporu

- Şirket değerlendirme çalışmasında INA Analizine %50 ve Çarpan Analizine %50 oranda ağırlık verilmiştir. Elde edilen değere Erzin GES ilave edilmiş ve konsolide TL21.560,0mn (694,1mn ABD Doları) halka arz öncesi piyasa değerine ulaşılmıştır.

Özsermaye Değeri (TL)	TL
Çıkarılmış Sermaye	1.618.013.677
Pay Başına Fiyat	13,33
Halka Arz İskontosu	25%
Şirket Piyasa Değeri	16.180.136.770
Halka Arz Pay Fiyatı	10,00

Kaynak: : IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş Fiyat Tespit Raporu

- Bulunan değere %25 oranında halka arz iskontosu uygulanmıştır. Böylelikle hisse başına fiyat TL10,00 olarak hesaplanmıştır.

3. Değerleme Hakkında Nihai Görüşümüz

Fiyat Tespit Raporu'nda verilen şirket ve finansal bilgilerinin yeterli olduğu düşünülmektedir, Halka arz fiyatı %25 oranında iskontoludur, bu rakam halka arz iskontosu olarak makul kabul edilebilir. Belirlenen değerlendirme yöntemleri ve ilgili varsayımlar dikkate alındığında TL10,00 olarak belirlenen halka arz fiyatının da makul olduğu düşünülmektedir. Değerlemeyle ilgili ek görüşlerimiz aşağıdaki gibi özetlenmiştir:

- Genel itibarıyla İNA analizlerinde yer alan bilgilerin yeterince detaylı ve anlaşılabilir olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde santrallerin lisans sürelerinin dikkate alınarak ABD Doları bazlı projeksiyon çalışması yapılmasının uygun olduğunu düşünüyoruz.
- İNA analizinde AOSM'nin 2024 ve izleyen yıllar için kademeli olarak azaltılmasını makul buluyoruz.