

YENİLENEBİLİR ENERJİ



IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ

HALKA ARZ FİYATI

10,00 TL

TALEP TOPLAMA

27 – 29 Mart

ENTRA TI

Yenilenebilir enerji şirketi halka açılıyor

■ IC Enterra Yenilenebilir Enerji halka açılıyor

IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin 227,0 milyon lotluk sermaye artışı ve 142,6 milyon lotluk ortak satışı şeklinde toplam 369,6 milyon lotluk hissesi TL10,0 hisse başı fiyat üzerinden halka arz edilecek. Halka arz edilecek payların %75'si yurt içi bireysel yatırımcılara, %25'i yurtiçi kurumsal yatırımcılara tahsis edilecek. %33 iskonto uygulanarak ulaşılan halka arz fiyatıyla birlikte toplam halka arz büyüklüğü 3,7 milyar TL tutarında gerçekleşecek. Şirketin halka arz öncesi piyasa değeri 16,2 milyar TL olup, yurtiçi bireysel yatırımcılara eşit dağıtım yöntemi uygulanacaktır.

■ Türkiye'nin önde gelen yenilenebilir enerji şirketlerinden

1998 yılında IC İçtaş Enerji Yatırım Holding kuruluşu ile temelleri atılan IC Enterra Yenilenebilir A.Ş. 9 hidroelektrik enerji santrali (HES) ile toplamda 388MW kurulu güce sahiptir. Şirket'in portföyünde üretim şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı HES bulunmaktadır. Santraller Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almaktadır. Üretim şirketleri, 2021/2022 ve 2023 dönemlerinde, üretmiş oldukları elektriğin sırasıyla %65, %54 ve %11' ini YEKDEM kapsamında ABD doları bazında garantili tarifeler ile satmıştır.

■ Halka arz geliri yeni yatırımlar için harcanması planlanıyor.

Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %25-55'ini Erzin-2 güneş enerji santrali (GES) yatırımı için kullanmayı planlamaktadır. %25-40'luk kısmının yeni yenilenebilir enerji santrali yatırımları için kullanılması planlanırken, %10-20'lik kısmı depolamalı rüzgar enerji santrali (RES) için kullanılması amaçlanmaktadır. %8-15 arası ise Bağıştaş GES projesi için harcanacaktır.

■ Konsorsiyum lideri tarafından yapılan değerlendirilmede halka arz iskontosu %25 olarak hesaplanmıştır.

Ak Yatırım tarafından yapılan fiyat tespit raporunda çarpan analizi ve indirgenmiş nakit akışı yöntemleri kullanılarak hesaplanan adil şirket değeri hisse başına TL13,33'tür. Belirlenen hisse başı değere %25 iskonto uygulanarak halka arz fiyatı TL10,00 olarak belirlenmiştir. Halka arz değerlendirilme raporundaki beklentilere göre şirket hisseleri son 12 aylık finansallara göre 11,3x FD/FAVÖK çarpanında işlem görmektedir (BIST Elektrik endeksi 12 aylık kaydırılmış ortalama: 10,3x). Fiyat tespit raporundaki 2024 beklentilerine göre ise 2024T FD/FAVÖK çarpanı 8,2x seviyesindedir.

Hisse Detayları

TL	2021	2022	2023
Net satışlar	1,688	3,157	2,888
VAFÖK	1,340	2,764	2,367
Net kar	(3,810)	3,294	1,285
Net kar marjı (%)	(225.6)	104.3	44.5
VAFÖK marjı (%)	79.4	87.6	81.9
Satış büyümesi (%)	a.d.	87.0	(8.5)
Net borç	13,467	10,124	9,465
Defter değeri	(181)	12,263	16,912
F/K (x)	a.d.	5.6	14.4
FD/VAFÖK (x)	22.1	9.5	10.8
PD/DD (x)	(101.7)	1.5	1.1
Net borç/VAFÖK (x)	10.05	3.7	4.0
Net borç/Özsermaye (x)	(74.23)	0.83	0.56
Özsermaye verimliliği (%)	0.0	54.5	8.8

Ortaklık yapısı	Arz Öncesi (%)	Arz Sonrası
IC İçtaş Enerji Yatırım Holding A.Ş.	91.19	79.77
IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.	8.81	0.00
Halka Açık	0.00	20.03

Kaynak: IC Enterra; TEB Yatırım Hesaplamaları

Şirket bilgileri

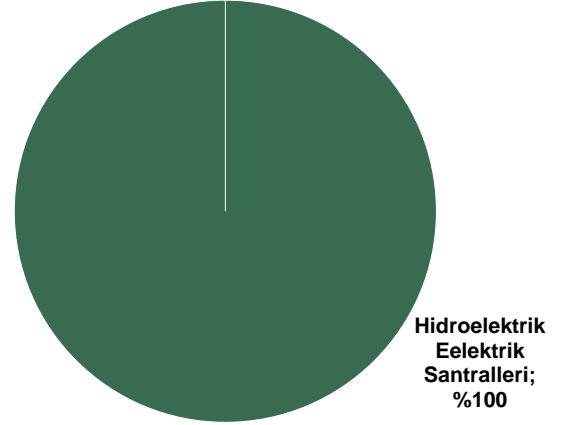
1998 yılında IC İçtaş Enerji Yatırım Holding kuruluşu ile temelleri atılan IC Enterra Yenilenebilir A.Ş. 9 hidroelektrik enerji santrali (HES) ile toplamda 388MWe kurulu güce sahiptir.

Üst Yönetim

İsim	Görev
Alp Keler	Yönetim Kurulu Başkanı
Taşkın Kızılok	Genel Müdür

[IC Enterra Yenilenebilir Enerji](#)

Gelir Dağılımı (2023/12)



Kaynak: IC Enterra

Şirket Profili

1998 yılında IC İçtaş Enerji Yatırım Holding kuruluşu ile temelleri atılmıştır. 2019 yılında EBRD şirkete %6.6 oranında ortak olmuştur ve 2022 yılında bu payını İçtaş İnşaat'a devretmiştir.

Şirket'in portföyünde üretim şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı HES bulunmaktadır. Santraller Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.

Üretim şirketleri, 2021/22 ve 2023 dönemlerinde, üretmiş oldukları elektriğin sırasıyla %65, %54 ve %11' ini YEKDEM kapsamında satmıştır.

Üretim şirketleri, 2021/22 ve 2023 dönemlerinde sırasıyla 850 GWh, 1.271 GWh ve 1.195 GWh net elektrik üretimi gerçekleştirmiştir. Şirket'in net satışları TL bazında 2021-2023 periyodunda %31 YBBO ile büyümüştür.

Santrallerin kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 31.12.2023 tarihi itibarıyla 1,2 yıldır. Bu tarihten sonra elektrik üretimi serbest piyasa tarifeleri ile satılacaktır. Şubat 2024 itibarıyla serbest piyasada oluşan elektrik tarife ortalaması 196 TL/kWh olup YEKDEM'de Şubat'24 rezervuarlı HES için ödenen tarife 215 TL/kWh'dir.

Şirketin yenilenebilir enerjideki yatırımları dış kaynaklarla desteklenmiş ve 2023 yılsonu itibarıyla şirketin net borcu 9,6 milyar TL (328 milyon ABD doları)'dir. Şirketin 2024 yılında ödeyeceği ana para borç ise 2,9 milyar TL'dir. Şirketin 2023 yılı itibarıyla 4,2x olan borçluluğu BIST'teki elektrik üreten şirketlerin medyan borçluluk oranı olan (net borç/FAVOK) 3,05x'in üzerindedir.

Değerleme Özeti

Ak Yatırım A.Ş. tarafından yapılan değerleme çalışmasında şirketin halka arz fiyatının tespiti için çarpan analizi (%50) ve indirgenmiş nakit akımları (%50) yöntemleri kullanılmıştır. Değerleme para birimi olarak şirket gelirlerinin çoğunluğunun dolar bazlı olması sebebiyle USD kullanılmıştır. Hisse başı değer USD0,43 olarak tespit edilmiş ve bu fiyata 23.02.2024 tarihli TCMB USDTRY kuru uygulanarak şirket değeri hisse başına TL13,33 olmuştur. TL10,00 olan halka arz fiyatına, bu fiyata uygulanan %25 iskonto sonrasında ulaşılmıştır.

Çarpan analizi yöntemi:

- Halka arz fiyatının belirlenmesinde ayrı ayrı yurtiçi ve yurtdışı benzer şirket setleri için FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Her bir çarpan yönetimi için değer hesaplaması yapılırken yurtiçinde ve yurtdışında benzer alanda faaliyet gösteren şirketlerin FD/FAVÖK çarpanlarının ortalamaları alınmıştır.
- Yurtiçinde ve yurtdışında faaliyet gösteren şirketlerin çarpanlarına göre bulunan değerlere %50'şer ağırlık verilmiştir.
- Yurtiçi benzer şirketler kapsamında kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarından olan 15 şirketin çarpanları dikkate alınmıştır.
- Yurtdışı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören ve IC Enterra ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren şirketler hesaplamaya dahil edilmiştir.

İndirgenmiş nakit akımları (İNA) yöntemi:

- İNA analizinde kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları santrallerin lisans süreleri gözetenilmek suretiyle 2024-2065 yılları arasında ve USD bazlı hesaplanmıştır.
- Risksiz faiz için 11 Mayıs 2047 Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un tahvil getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu kapsamda 2024 yılı için %8,10 oranı kullanılmıştır. 2025-2034 yılları arasında %8,0 oranı alınmıştır. 2035 yılından 2039 yılına kadar %7,90,%7,80,%7,70,%7,60 ve %7,50 varsayılmıştır. 2039 yılından itibaren risksiz getiri oranı sabit %7,5 olarak dikkate alınmıştır.
- %5,5 piyasa risk primi ve ortalama 1,0 kaldıraçlı beta kullanılarak şirketin ABD doları cinsinden öz sermaye maliyeti 2024 yılı için %13,6 bulunmuştur.
- Borçlanma maliyeti olarak ilgili dönemin risksiz getiri oranının 2,5 puan üstü baz alınmıştır.
- İNA analizinden 1,028 milyar USD'lik değer bulunmuştur.

Bu değerlendirme yöntemleri sonucunda 694milyon USD özsermaye değeri bulunmuştur. Bu değer halka arz öncesi hisse sayısına bölüldüğünde hisse başına adil değer USD 0,43'ye denk gelmektedir. Bulunan bu hisse başına değere 23.02.2024 tarihli TCMB kuru uygulandığında TL hisse başı değere ulaşılmış, bu değere %25 halka arz iskontosu uygulanarak halka arz fiyatı TL10,00 olarak tespit edilmiştir.

Görüşümüz

- Fiyat tespit raporunda şirket hakkında gerekli bilgilendirme yapılmıştır. Şirket gelirlerinin USD bazlı olması sebebiyle değerlemenin USD üzerinden yapılmasını makul buluyoruz. Kullanılan yöntem ve varsayımların açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan "İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA)" ve "Çarpan Analizi Yöntemi" kullanılmıştır. Değerlemede İNA analizine %50, çarpan analizine %50 oranda ağırlık verilmesini makul buluyoruz. Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açık ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer yenilenebilir enerji şirketleri arasında FD/FAVÖK çarpanı 15x'in üzerinde olan şirketlerin ortalama dışı tutulmasını makul buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemleri sonrasında elde edilen pay başına değere uygulanan %25 oranındaki halka arz iskontosunun makul olduğunu düşünüyoruz.

Değerleme Sonucu (Mn,USD)	İNA	Yurtiçi Çarpanlar	Yurtdışı Çarpanlar
IC Enterra Firma Değeri	1028.5	797	882
Yöntemin Ağırlığı	50%	25%	25%
IC Enterra Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri		934.0	
Trabzon Eerji Azınlık Hissedarlarının Payı		1.1	
IC Enterra Düzeltilmiş Firma Değeri		932.9	
IC Enterra Net Finansal Borç		328.8	
IC Enterra Özsermaye Değeri		604.0	
Erzin GES Değeri		90.1	
IC Enterra Konsolide Özsermaye Değeri		694.1	
IC Enterra Pay Adedi		1618.0	
IC Enterra Pay Başına Özsermaye Değeri (USD)		0.43	
TCMB USD Satış Kuru (23.02.2024)		31.1	
IC Enterra Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)		13.33	
Halka Arz İskontosu		25%	
Halka Arz Fiyatı		10.00	

Finansal tablolar

IC Enterra

Bilanço (Mn, TL)	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	97.5	928.1	503.7
Nakit ve Nakit Benzerleri	25.7	175.2	207.5
Türev araçlar	0.0	181.8	149.3
Ticari Alacaklar	59.4	457.5	90.2
Diğer Alacaklar	0.7	104.7	2.0
Peşin ödenmiş giderler	5.0	5.4	10.3
Cari dönem vergisi ile ilgili varlıklar	0.0	1.3	1.7
Diğer Dönen Varlıklar	6.8	2.1	42.7
Duran Varlıklar	16,540.2	27,196.7	27,504.6
Diğer Alacaklar	0.0	0.8	0.5
Türev araçlar	0.0	269.5	157.0
Maddi Duran Varlıklar	16,477.1	26,861.7	26,926.6
Kullanım Hakkı Varlıkları	58.5	63.0	100.1
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	1.4	1.5	3.8
Peşin Ödenmiş Giderler	0.0	0.0	215.7
Ertelenmiş Vergi Varlığı	0.0	0.0	100.9
Diğer Duran Varlıklar	3.2	0.2	0.0
Toplam Varlıklar	16,637.7	28,124.8	28,008.2
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3,077.2	3,014.8	3,358.4
Kısa Vadeli Borçlanmalar	0.0	0.0	592.1
Uzun vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	2,131.8	2,319.6	2,267.9
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	7.7	9.1	10.1
Türev Araçlardan Borçlar	116.6	0.0	0.0
Ticari Borçlar	107.5	620.5	229.0
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.6	0.4	6.1
Diğer Borçlar	672.6	12.9	184.6
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	0.0	0.0	0.6
Kısa vadeli Karşılıklar	5.5	6.4	6.1
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	32.9	45.8	62.0
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13,741.9	12,846.5	7,737.8
Uzun Vadeli Borçlanmalar	11,324.9	7,950.6	6,782.7
Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler	35.9	29.3	30.1
Türev Araçlardan Borçlar	85.8	0.0	0.0
Uzun Vadeli Karşılıklar	7.2	26.0	26.0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	2,288.1	4,840.6	899.0
Toplam Özkaynaklar	(181.4)	12,263.5	16,912.1
Ödenmiş Sermaye	1,044.5	1,044.5	1,618.0
Sermaye Düzeltme Farkları	3,623.7	3,623.7	3,680.8
Ortak Kontrolde Tabi İşletme Birleşmelerinin Etkisi	0.0	9.0	0.0
Paylara İlişkin Primler	126.0	126.0	126.0
Geçmiş Yıllar Zararları	(995.9)	(4,798.3)	(1,117.5)
Net Dönem Karı / (Zararı)	(3,802.5)	3,289.8	1,286.2
Ana Ortaklık Payları	(166.0)	12,268.4	16,914.3
Kontrol gücü olmayan paylar	(15.4)	(4.9)	(2.3)
Toplam Kaynaklar	16,637.7	28,124.8	28,008.2

Gelir Tablosu (Mn,TL)	2021	2022	2023
Hasılat	1,688.2	3,157.0	2,888.5
Satışların Maliyeti (-)	(891.7)	(963.0)	(1,593.6)
Brüt Kar	796.5	2,194.0	1,294.9
Genel Yönetim Giderleri (-)	(74.9)	(50.1)	(49.5)
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.8	7.4	0.5
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	(3.3)	(63.7)	(79.7)
Esas Faaliyet Karı/Zararı	735.1	2,087.6	1,166.3
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	6.8	14.1	26.0
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	(0.2)	(8.4)	(9.4)
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı	741.7	2,093.3	1,182.9
Finansman Gelirleri	91.6	188.5	548.3
Finansman Giderleri (-)	(8,185.5)	(4,819.3)	(5,714.9)
Parasal Kazanç	3,743.9	6,098.1	4,815.0
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)	(3,608.4)	3,560.6	831.4
Dönem Vergi Gideri (-)	0.0	0.0	(0.6)
Ertelenmiş Vergi Gideri (-)	(201.1)	(267.0)	453.8
Dönem Net Karı	(3,809.5)	3,293.6	1,284.5
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(7.1)	3.8	(1.7)
Ana Ortaklık Paylarına Düşen Dönem Karı/Zarar	(3,802.4)	3,289.8	1,286.2

Uyarı Notu

Burada yer alan tüm bilgiler ve görüşler yatırımcıları bilgilendirmek amacıyla TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") tarafından işbu rapor tarihi itibarıyla hazırlanmış olup, önceden bildirimde bulunmaksızın değiştirilebilir. TEB Yatırım, bu dokümanda yer alan bilgileri mümkün olduğunca güncel kaynaklardan derlemiş olmakla birlikte, söz konusu bilgilerin doğru ve tam olduğunu taahhüt etmemekte ve güvenilir olduğunu iddia etmemektedir. TEB Yatırım, dokümandaki bilgiler hazırlanırken yararlanılan ve kullanılan kaynaklardaki hata ve eksikliklerden ve dokümanın içeriğindeki bilgilerin kullanılması sonucunda üçüncü kişilerin uğrayabilecekleri doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan, kar yoksunluğundan, manevi zararlardan sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmakta olup finansal bilgi ve genel yatırım tavsiyesi kapsamında hazırlanmıştır ve hiçbir şekilde yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Dolayısıyla burada bahsedilen sermaye piyasası araçlarına ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçlarınız ve mali durumunuzu göz önünde bulundurarak, kendi araştırmalarınızı ve bağımsız danışmanlarınızdan aldığınız tavsiyeleri temel alarak vermeniz önerilmektedir. Ayrıca Yatırım Danışmanlığı Hizmeti almak isteyen yatırımcıların, TEB Yatırım ile Yatırım Danışmanlığı Sözleşmesi imzalamış ve Yerindelik Testi yapmış olmaları gerekmektedir.

Burada yer alan hiçbir bilgi TEB Yatırım veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına her hangi bir kimseye, her hangi bir sermaye piyasası aracının alınması veya satılması yönünde her hangi bir icap veya davet teşkil etmez.

Burada bahsedilen yatırım araçlarının fiyat ve değerleri doğrudan veya dolaylı olarak (döviz kurlarındaki değişiklikler, piyasa eğilimleri, getirinin istikrarsız olması...vs sebeplerle) yatırımcıların menfaatlerine aykırı olarak artabilir veya azalabilir ve bu durum yatırımcıların yatırdıkları anaparada kayba yol açabilir. Raporla belirtilen geçmiş performans, gelecekte elde edilecek sonuçların bir garantisi olarak kabul edilemez.

Bunlarla birlikte, muhtelif zamanlarda, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin, ortaklarının, iştiraklerinin ve işbu kapsamdaki yöneticilerinin, yetkililerinin, çalışanlarının veya temsilcilerinin, doğrudan veya dolaylı olarak, raporda bahsi geçen işlemler, menkul kıymetler veya emtialar üzerinde pozisyonları bulunabilir veya farklı nedenlerle ilgi ve ilişkileri bulunabilir. Ayrıca yine, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ortakları, çalışanları, yöneticileri ve bunlarla doğrudan ve dolaylı olarak ilişkileri bulunan istihdam ilişkisi doğuracak bir sözleşme çerçevesinde veya herhangi bir sözleşme olmaksızın çalışan ve tavsiyenin hazırlanmasına katılan tüm gerçek veya tüzel kişiler ile müşterileri arasında önlenemeyen çıkar çatışması ve objektifliği etkilemesi muhtemel nitelikte ilişkiler doğabilir.

Bu hallerde, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. internet sitesinde yer alan Çıkar Çatışması Politikası uyarınca hareket eder.

TEB Yatırım Araştırma analistleri zaman zaman raporun konusu inceleme kapsamına giren şirket ziyaretleri gerçekleştirmektedir. Bu ziyaretler bağlı olarak analistlerin masraflarının şirket tarafından üstlenmesi ya da ziyaretin analistlere ödenmek üzere maddi bir karşılığa istinaden gerçekleştirilmesi anılan Çıkar Çatışması Politikası tarafından yasaklanmaktadır.

İşbu dokümanın bütün hakları TEB Yatırım'ın münhasır mülkiyetinde olup, hiçbir bölümü TEB Yatırım'ın yazılı izni olmaksızın kısmen veya tamamen kopyalanamaz, çoğaltılamaz, değiştirilemez veya üçüncü kişilere dağıtılamaz. Aksi halde, TEB Yatırım uğramış olduğu bütün zarar ve ziyarı talep etme hakkını saklı tutar. Bu doküman ABD dahil dağıtımının hukuka ve ilgili mevzuata aykırı olduğu hiçbir ülkede yayımlanamaz veya dağıtılamaz.