



IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

**SERMAYE PİYASASI KURULU’NUN VII-128.1 SAYILI PAY
TEBLİĞİ’NİN 29/5 MADDESİ
UYARINCA HAZIRLANMIŞ**

**HALKA ARZ FİYATININ BELİRLENMESİNDE ESAS
ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN
DEĞERLENDİRME RAPORU**

01.01.2024 – 31.12.2024 Dönemi

1. Raporun Amacı

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. fıkrası uyarınca, payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının Borsa'da işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur.

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin ("Şirket") halka arz edilen payları için 27-28-29 Mart 2024 tarihlerinde talep toplanmış olup, Şirketimiz payları 4 Nisan 2024 tarihinden itibaren Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır.

Şirketin halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince hazırlanmıştır.

2. Fiyat Tespit Raporunda Yer Alan Değerleme Yöntemleri ve Hesaplamalar

Şirket'in paylarının halka arzına aracılık Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Ak Yatırım") tarafından 23.02.2024 tarihinde hazırlanan ve 22.03.2024 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir.

a. Piyasa Çarpanları Analizi

Aşağıdaki tabloda, çarpan analizinde dikkate alınan 15 şirketin Firma Değeri / FAVÖK çarpanları incelenmiştir. İnceleme neticesinde, aşağıdaki tabloda kırmızı ile işaretlenen Firma Değeri / FAVÖK çarpanları, ortalama hesabına katılmamıştır.

- 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 içinde EÜAŞ'a devri gerçekleşeceğinden ve şirketin hasılatı ve FAVÖK'ü önemli bir düşüş kaydedeceğinden hareketle, şirketin mevcut çarpanı ortalama hesabında dikkate alınmamıştır.
- Analiz neticesinde, Firma Değeri / FAVÖK çarpanlarının ortalaması **10,17** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo: Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Firma Değeri/FAVÖK Çarpanları (23 Şubat 2024)

Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (23 Şubat 2024)		Net Finansal Borç (30 Eylül 2023)		Firma Değeri	Hasılat (01.10.2022 – 30.09.2023)		FAVÖK (01.10.2022 – 30.09.2023)		Firma Değeri / FAVÖK
	(milyon TL)	(milyon USD)	(milyon TL)	(milyon USD)	(milyon USD)	(milyon TL)	(milyon USD)	(milyon TL)	(milyon USD)	(x)
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: Borsa İstanbul, Ak Yatırım

i. Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları

Yurt dışı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören ve IC Enterra ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler hakkında aşağıdaki tabloda bilgi verilmektedir. Firma Değeri/FAVÖK çarpanı için 15'in üstündeki değerler uç değer olarak kabul edilmiştir ve aşağıdaki tabloda kırmızı ile belirtilip, üzeri çizilen uç değerler ortalama hesaplama dâhil edilmemiştir. Analiz neticesinde, Firma Değeri / FAVÖK çarpanlarının ortalaması **11,25** olarak hesaplanmaktadır.

Tablo: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Piyasa Büyüklükleri, Finansal Verileri ve Çarpanları (23 Şubat 2024)

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

Kaynak: Capital IQ

ii. Piyasa Çarpanları Analizinin Sonucuna Göre IC Enterra'nın Firma Değeri

IC Enterra'nın Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 30.09.2023 itibarıyla son bir yıllık FAVÖK'ü **78.381 bin USD**'dir. İlgili tutar, TMS 29 gereğince ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 28.12.2023 tarihli bülteninde yer alan Enflasyon Muhasebesi Uygulamasına İlişkin Duyuru'su kapsamında 31.12.2023 yıl sonu mali tabloları itibarıyla uygulamaya giren enflasyon muhasebesine tabi değildir.

Şirket'in FAVÖK hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

FAVÖK Hesaplaması (bin TL)	30.09.2023
Hasılat	2.035.454
Satışların Maliyeti (-)	851.694
Brüt Kar	1.183.760
Genel Yönetim Giderleri (-)	32.763
Faaliyet Karı	1.150.997
Amortisman	513.643
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)

Yurt içi benzer şirketler ile yurt dışı benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ortalamaları eşit oranda (her biri 1/2 oranında) ağırlıklandırılmıştır.

IC Enterra'nın firma değeri, benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK çarpanı ortalamaları kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmaktadır.

Tablo: IC Enterra'nın Değerinin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması

(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	$C = A \times B$	797.137	881.789

b. IC Enterra'nın Mevcut Faaliyetlerinin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Varsayımlar

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

IC Enterra'nın Mevcut Faaliyetlerinin İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucu söz konusu olabilir.

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T
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
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%
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
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
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
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%
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
FVÖK	61.769	61.150	54.957	53.695	55.996	52.394	54.144	87.601	91.229	95.538	97.069	101.590	103.721
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
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	16.053	91	-588	-423	172	-460	-466	-183	371	382	127	467	194
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
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
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%
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
İndirgenmiş Nakit Akımı	102.915	105.953	89.523	71.588	64.995	56.826	49.209	39.958	36.993	34.415	31.564	29.466	27.188

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T
Hasılat	148.108	151.675	155.316	163.492	170.306	174.588	178.201	181.628	185.122	188.683	192.314	196.016	199.789
Büyüme	1,76%	2,41%	2,40%	5,26%	4,17%	2,51%	2,07%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,92%	1,93%
Satışların Maliyeti	21.473	21.903	22.341	22.788	23.243	23.708	24.182	24.666	25.159	25.662	26.176	26.699	27.233
Operasyonel Giderler	1.805	1.841	1.878	1.916	1.954	1.993	2.033	2.074	2.115	2.158	2.201	2.245	2.290
FAVÖK	124.829	127.931	131.097	138.788	145.109	148.887	151.985	154.888	157.847	160.863	163.938	167.072	170.266
FAVÖK Marjı	84,28%	84,35%	84,41%	84,89%	85,20%	85,28%	85,29%	85,28%	85,27%	85,26%	85,24%	85,23%	85,22%
Amortisman (-)	19.023	18.777	18.811	18.852	18.900	18.953	19.004	19.057	19.100	19.137	19.173	19.208	19.244
FVÖK	105.806	109.155	112.285	119.936	126.208	129.934	132.981	135.831	138.747	141.726	144.765	147.863	151.021
Vergi	25.393	26.197	26.949	28.785	30.290	31.184	31.915	32.599	33.299	34.014	34.744	35.487	36.245
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	185	301	301	827	663	375	296	275	280	285	291	296	302
Yatırım Harcamaları	1.481	1.517	1.553	1.635	1.703	1.746	1.782	1.816	1.851	1.887	1.923	1.960	1.998
Serbest Nakit Akımı	97.770	99.916	102.294	107.542	112.452	115.582	117.992	120.198	122.417	124.677	126.980	129.328	131.721

AOSM	10,48%	10,39%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
İndirgeme Oranı	3,91	4,31	4,76	5,25	5,79	6,39	7,04	7,77	8,57	9,45	10,42	11,50	12,68
İndirgenmiş Nakit Akımı	25.018	23.161	21.498	20.490	19.425	18.101	16.753	15.473	14.287	13.192	12.181	11.248	10.386

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T
Hasılat	203.635	207.557	211.554	215.630	215.590	210.596	193.887	109.196	98.095	98.497	94.997	96.889
Büyüme	1,93%	1,93%	1,93%	1,93%	-0,02%	-2,32%	-7,93%	-43,68%	-10,17%	0,41%	-3,55%	1,99%
Satışların Maliyeti	27.778	28.333	28.900	29.478	29.744	28.604	25.323	13.115	10.806	10.606	9.426	9.615
Operasyonel Giderler	2.335	2.382	2.430	2.478	2.528	2.451	2.215	1.344	1.231	1.234	1.183	1.207
FAVÖK	173.522	176.841	180.224	183.673	183.318	179.541	166.349	94.737	86.057	86.657	84.387	86.067
FAVÖK Marjı	85,21%	85,20%	85,19%	85,18%	85,03%	85,25%	85,80%	86,76%	87,73%	87,98%	88,83%	88,83%
Amortisman (-)	18.422	18.460	15.091	15.090	15.119	3.232	3.205	3.000	2.765	2.531	2.300	2.106
FVÖK	155.100	158.382	165.134	168.583	168.199	176.308	163.144	91.737	83.292	84.126	82.087	83.961
Vergi	37.224	38.012	39.632	40.460	40.368	42.314	39.155	22.017	19.990	20.190	19.701	20.151
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	308	314	320	326	-103	-361	-1.266	-5.775	-561	100	-138	187
Yatırım Harcamaları	2.036	2.076	2.116	2.156	2.156	2.106	1.939	1.092	981	985	950	969
Serbest Nakit Akımı	133.954	136.441	138.157	140.731	140.897	135.482	126.521	77.403	65.647	65.382	63.874	64.760
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%
İndirgeme Oranı	13,99	15,43	17,02	18,77	20,71	22,84	25,19	27,79	30,65	33,80	37,29	41,13
İndirgenmiş Nakit Akımı	9.576	8.843	8.118	7.497	6.805	5.932	5.023	2.786	2.142	1.934	1.713	1.575

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2062T	2063T	2064T	2065T
Hasılat	98.818	100.787	102.794	56.012
Büyüme	1,99%	1,99%	1,99%	-45,51%
Satışların Maliyeti	9.807	10.003	10.203	5.560
Operasyonel Giderler	1.231	1.256	1.281	698
FAVÖK	87.780	89.528	91.310	49.754
FAVÖK Marjı	88,83%	88,83%	88,83%	88,83%
Amortisman (-)	2.085	1.088	1.097	911
FVÖK	85.695	88.439	90.213	48.843
Vergi	20.567	21.225	21.651	11.722
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	191	194	198	-4.600
Yatırım Harcamaları	988	1.008	1.028	560
Serbest Nakit Akımı	66.035	67.100	68.433	42.071
AOSM	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
İndirgeme Oranı	45,36	50,03	55,19	60,87
İndirgenmiş Nakit Akımı	1.456	1.341	1.240	691
İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı	1.028.501			

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerinin Firma Değeri, **1.028.501 bin USD** olarak hesaplanmıştır.

c. Erzin GES'in Değerlemesi

Erzin GES İNA Analizi Sonucu

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
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
Büyüme		19%	-8,1%	-45,1%	-0,2%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,6%	-0,5%	18,5%	63,0%	-3,4%
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
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
FAVÖK Marjı	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
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
Vergi	8	207	165	0	0	0	0	0	0	0	247	294	480	464
NİS Fazlası/ (İhtiyacı)	943	264	-720	-379	-1	-3	-2	-3	-1	-3	-2	82	332	559
Yatırım Harcamaları	48.847	0	108	110	112	115	117	119	122	124	127	129	132	134
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
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%
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
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

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T
Hasılat	21.093	20.406	20.708	21.302	21.137	21.058	21.420	21.708	22.037	22.370
Büyüme	-2,3%	-3,3%	1,5%	2,9%	-0,8%	-0,4%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%
İşletme Gideri	2.075	2.007	2.037	2.096	2.079	2.071	2.106	2.135	2.167	2.200
FAVÖK	19.018	18.398	18.671	19.207	19.058	18.987	19.313	19.574	19.870	20.170
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman (-)	132	134	137	140	143	146	148	151	154	158
FVÖK	18.886	18.264	18.534	19.067	18.915	18.842	19.165	19.422	19.716	20.013
Vergi	453	438	445	458	454	452	-9.348	4.661	4.732	4.803
NİS Fazlası/ (İhtiyacı)	-32	-45	20	39	-11	-5	24	19	22	22
Yatırım Harcamaları	137	140	143	145	148	151	154	157	161	164
Serbest Nakit Akımı	18.460	17.866	18.064	18.565	18.467	18.389	28.483	14.736	14.956	15.182
AOSM	10,4%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%	10,3%
İndirgeme Oranı	4,31	4,76	5,25	5,79	6,39	7,04	7,77	8,57	9,45	10,42
İndirgenmiş Nakit Akımı	4.279	3.755	3.442	3.207	2.892	2.611	3.667	1.720	1.582	1.456

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Hasılat	22.744	23.047	23.396	23.755	24.163	22.259
Büyüme	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	-7,9%
İşletme Gideri	2.237	2.267	2.301	2.336	2.376	2.189
FAVÖK	20.507	20.780	21.095	21.419	21.787	20.070
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman (-)	161	164	167	171	174	539
FVÖK	20.347	20.617	20.928	21.249	21.613	19.531
Vergi	4.883	4.948	5.023	5.100	5.187	4.687
NİS Fazlası/ (İhtiyacı)	24	20	23	24	27	-125
Yatırım Harcamaları	167	170	174	177	181	185
Serbest Nakit Akımı	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%

İndirgeme Oranı	11,50	12,68	13,99	15,43	17,02	18,77
İndirgenmiş Nakit Akımı	1.342	1.233	1.135	1.045	963	816
İNA'ların Toplamı	90.102					

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Erzin GES'in Firma Değeri, **90.102 bin USD** olarak hesaplanmıştır.

d. Sonuç

Değerleme çalışması kapsamında, indirgenmiş nakit akımları analizi ve piyasa çarpanları analizi kullanılmıştır.

Değerleme Sonucu (USD Bin)	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	$C = \Sigma(A \times B)$	933.982		
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri İçindeki Trabzon Enerji Azınlık Hissedarlarının Payı*	$D = C \times \%0,12$	1.121		
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin 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 Amerikan Doları Satış Kuru - 23.02.2024	M	31,0605		
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	$N = L \times M$	13,33		

* IC Enterra'nın Trabzon Enerji'deki payı %97,4 seviyesindedir. Trabzon Enerji'nin IC Enterra'nın son bir yıl içindeki (1 Ocak 2023) ila 31 Aralık 2023 arasındaki üretimindeki payı %4,5 seviyesindedir. IC Enterra'nın konsolide nakit akışları üzerinden yapılan değerlendirme çalışmasına Trabzon Enerji'nin %2,6 oranındaki azınlık hissedarlarının paylarının yansıtılabilmesi amacıyla, firma değeri üzerinde $\%4,5 \times \%2,6 = \%0,12$ seviyesinde bir düzeltme uygulanmıştır.

Değerleme çalışmasında 1 adet IC Enterra payı başına düşen ortalama değer **13,33 TL** olarak hesaplanmıştır.

Pay başına özsermaye değeri olarak hesaplanan **13,33 TL** üzerinden halka arz iskontosu **%25,0** oranında uygulanarak, pay başına halka arz fiyatı **10,00 TL** olarak belirlenmiştir.

	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

3. Tahmin ve Gerçekleşme

Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan 2024 yılı tahminleri ile 2024 yılı gerçekleştirmeleri aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

	2024T	2024A	Gerçekleşen
Üretim (MWh)	1.313.031	1.053.300	%80
Net Satış Geliri (bin USD)	142.285	87.076	%61
FAVÖK (bin USD)	124.357	65.916	%53
FAVÖK Marjı (%)	%87	%76	

- %100 yenilenebilir enerji kaynaklarından elde edilen elektrik üretimi, büyük oranda Şirketin kontrolü dışında olan meteorolojik koşullara dayanmaktadır. Hidroloji koşullarının zayıf gerçekleşmesi nedeniyle 2024 üretim toplamı beklentinin %20 altında gerçekleşmiştir. Özellikle Akdeniz havasındaki kuraklık nedeniyle Kadıncık 1 ve Kadıncık 2 santrallerimizin kapasite kullanım faktörleri uzun yıllar ortalamalarının altında kalmıştır. Aşağıdaki tabloda da görüleceği gibi başta bu iki santral olmak tüm hidroelektrik santrallerimiz 10 yıllık ortalama üretimlerinin altında kalmıştır:

Santral	Üretim (GWh)			Kapasite Faktör (%)		
	10 yıllık ortalama	2024	Fark	10 yıllık ortalama	2024	Fark
Yukarı Mercan HES	44,2	41,9	-5%	36,0%	34,1%	-2%
Niksar HES	185,0	171,6	-7%	52,6%	48,9%	-4%
Üçharmanlar HES	35,1	25,2	-28%	24,1%	17,3%	-7%
Kemerçayır HES	29,7	22,4	-25%	21,9%	16,5%	-5%
Üçhanlar HES	22,7	16,9	-26%	21,7%	16,1%	-6%
Bağııştaş-1 Barajı ve HES	431,7	467,5	8%	35,7%	37,8%	2%
Çileklitepe HES	42,0	32,5	-23%	22,2%	16,0%	-6%
Kadıncık-1 HES	250,3	158,7	-37%	41,6%	25,5%	-16%
Kadıncık-2 HES	192,6	116,4	-40%	39,9%	23,4%	-17%

- IC Enterra yatırım hedeflerini belirlerken kaynak çeşitlendirmesini önceliklendirmiş, halka arz gelirlerini de özellikle Erzin-2 güneş santrali yatırımının tamamlanmasında kullanmıştır. 2024 yılı sonunda tam kapasite olarak devreye alınan yeni güneş santrali ile Şirketin elektrik üretiminin hidroloji koşullarına olan hassasiyeti azalacak, daha dengeli bir üretim yapısına ulaşılacaktır.

- Şirketin santrallerinin büyük çoğunluğu 2024 yılında YEKDEM kapsamı dışında olduğu için* gelir gelişiminde piyasa takas fiyatı belirleyici olmuştur. 2024 yılına girilirken yapılan fiyat tahminleri emtia fiyatlarında yükseliş dolayısıyla piyasa fiyatlarında da artış içeriyordu. Emtia fiyatlarının yatay seyri fiyatların tahminlerin altında gerçekleşmesine sebep olmuştur.
- Satış gelirlerini etkileyen üretim ve piyasa takas fiyatı gelişmelerine paralel olarak operasyonel karlılık da beklentilerin altında kalmıştır. Daha dengeli ve çeşitlendirilmiş üretim portföyü ile Şirket yüksek FAVÖK yaratma kapasitesini koruyacaktır.

Saygılarımızla,

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.

* Çileklitepe HES (23,1 Mwe / 23,6 MWm) 2024 yılında YEKDEM kapsamında üretim gerçekleştirmiştir. 2025 yılında ise Bağıştaş HES (140,6 Mwe / 145,0 MWm) ve Çileklitepe HES YEKDEM kapsamında üretim yapacaktır.