



IC ENTERRA
Yenilenebilir Enerji

IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN ANALİST RAPORU

27.03.2024

Bu değerlendirme raporu, Sermaye Piyasası Kurulu’nun 22.06.2013 tarihinde Resmi Gazete’de yayınlanan VII-128.1 Pay Tebliği’nin 29. Maddesinin 2. fıkrası kapsamında Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“Tera Yatırım”) tarafından hazırlanmıştır. Rapor, IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. (“IC Enterra” / “Şirket”) halka arzının, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu’nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Tera Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Temel Bilgiler	
İhraççı	IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Borsa Kodu	ENTRA
Pay Başına Hisse Fiyatı	10,00 TL
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş., Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Şekli	Bireyselle Eşit Dağıtım
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	27 – 28 – 29 Mart 2024
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	1.618.013.677 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	369.565.717
<i>Sermaye Artırımı</i>	226.986.323
<i>Ortak Satışı</i>	142.579.394
Tahsisat Grupları	%75 Yurt içi Bireysel Yatırımcılar, %25 Yurt içi Kurumsal Yatırımcılar
Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Tahsis Edilen Pay	277.174.288 (%75)
Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara Tahsis Edilen Pay	92.391.429 (%25)
Halka Arz Büyüklüğü	3.695.657.170 TL
Halka Açıklık Oranı	%20,03
Halka Arz İskontosu	%25,0
Fiyat İstikrarı	Halka Arz Eden Pay Sahibi İçtaş İnşaat'a ait 92.391.430 TL nominal değerli B grubu payın ortak satışı yoluyla satışından elde edilecek fon 15 gün boyunca fiyat istikrarını sağlayıcı işlemler kapsamında kullanılacaktır.
Halka Arza İlişkin Taahhütler	Şirket; 1 yıl boyunca bedelli/bedelsiz sermaye artırımını yapmayacağını, dolaşımdaki pay miktarını artırmayacağını, yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını; Şirket'in mevcut ortakları, sahip oldukları halka arzı konu olmayan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde 1 yıl boyunca borsada veya borsa dışında satışa veya halka arzı konu edilmeyeceği ve bu konuda karar almayacaklarını taahhüt etmiştir

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

1.1. Ortaklık Yapısı

Son genel kurul toplantısı ve son durum itibarıyla sermayedeki veya toplam oy hakkı içindeki payları doğrudan veya dolaylı olarak %5 ve fazlası olan gerçek kişilere ve sermayeden en fazla paya sahip tüzel kişi pay sahibine ilişkin bilgi aşağıda temin edilmektedir. Son durum itibarıyla; Şirket'in güncel pay sahipliği yapısı aşağıdaki gibidir.

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Pay Sahipliği Yapısı

Ortağın Ticaret Unvanı / Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arzdan Önce		Halka Arz Sonrası	
		TL	%	TL	%
İçtaş Enerji	A	485.404.104	30,00	485.404.104	26,31
	B	990.030.179	61,19	990.030.179	53,66
İçtaş İnşaat	A	-	-	-	-
	B	142.579.394	8,81	-	-
Halka Açık Kısım	B	-	-	369.565.717	20,03
GENEL TOPLAM		1.618.013.677	100,00	1.845.000.000	100,00

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. İzahnamesi

2. Şirket Hakkında Özet Bilgiler

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş., yasal mevzuat uyarınca; elektrik üretim tesisi kurulması, yenilenebilir enerji kaynaklarından elektrik enerjisi üretilmesi, kurulan veya devralınan tesislerin işletmeye alınması,

işletilmesi, elektrik enerjisi üretimi, üretilen elektrik enerjisinin ve/veya kapasitenin müşterilere satışı ve dilediği yerden elektrik enerjisi alımı ile iştigal eden, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı üretim satralları işleten özel amaçlı şirketler (special purpose vehicle – SPV) niteliğindeki bağlı ortaklıkları vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji portföyünü yönetmektedir. Bu rapor tarihi itibarıyla Şirket'in kurulu gücünün tamamı HES'lerden oluşmaktadır. Şirket'in toplam 400,76 MWm/387,98 MWe kurulu gücünde 9 adet lisanslı hidroelektrik enerji santrali bulunmaktadır.

2.1. Halka Arz Gelirin Kullanım Alanı

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş., sermaye artırımını dolayısıyla ihraç edilecek yeni payların halka arzı neticesinde elde edeceği brüt halka arz gelirinden, ilgili masraf ve maliyetler düşüldükten sonra kalan fonun, aşağıda gösterilen oranlarda ve amaçlarla kullanılması planlanmaktadır:

- 1) Bağıştaş GES Projesi:** Halka arz gelirinin %8 - %15'lik bölümünün, Bağıştaş GES'e ilişkin yatırımların finansmanı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.
- 2) Erzin-2 GES Projesi:** Halka arz gelirinin %25 - %55'lik bölümünün, Erzin-2 GES'e ilişkin yatırımların finansmanı amacıyla kullanılması planlanmaktadır.
- 3) Depolamalı RES ve GES Projeleri:** Halka arz gelirinin %10 - %20'lik bölümünün, depolamalı RES ve GES projelerinin, 2025 ile 2028 yılları arasında gerçekleşmesi hedeflenen yatırım sürecindeki harcamalarının finansmanında kullanılması planlanmaktadır.
- 4) Yeni Yenilenebilir Enerji Santrali Yatırımları:** Halka arz gelirlerinin %25 - %40'lık bölümünün, söz konusu büyüme fırsatlarının değerlendirilmesinde planlanmaktadır.

Şirket, global ve yerel ekonomik koşullar dikkate alınarak söz konusu fonun kullanımında yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranları arasında Şirket menfaatleri doğrultusunda %10 oranına kadar geçiş yapabilecektir. Şirket söz konusu fonu bağlı ortaklıklarının mali yapılarını ve faaliyetlerini güçlendirmek amacıyla, yukarıda gösterilen kategoriler ve tahsisat oranı çerçevesinde, ihtiyaç duyacakları yatırımlara finansman ve yapılacak sermaye artırımlarına katılım sağlanması ile alt yapı ve geliştirme yatırımları, satış ve pazarlama faaliyetleri gibi kurumsal amaçlar için kullanabilecektir.

Şirket, halka arzdan elde edilen net gelirleri, yukarıda yer alan alanlarda kullanmaya başlayana kadar Türk Lirası cinsinden vadeli mevduat ve/veya Eurobond ve/veya yatırım fonları gibi menkul kıymet alımları suretiyle ve/veya fonun değerini korumak adına benzer korumayı sağlayabilecek herhangi başka bir surette nemalandırılacaktır. Anılan süre boyunca ilgili fonun bu yöntemlerden hangisi/hangileri ile nemalandırılacağına ve nemalandırılmanın koşullarına global ve yerel ekonomik koşullar çerçevesinde Şirket menfaatlerine uygun olarak karar verilecektir.

3. Özet Finansallar

Bilanço Tablosu:

Bin 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 Varlıklar	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
Toplam Kaynaklar	16.637.686	28.124.773	28.008.213

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

Gelir Tablosu:

Kar veya Zarar Tablosu (TL)	Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş		
	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
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 gelir/gideri öncesi faaliyet karı	741.640	2.093.332	1.182.906
Finansman gelirleri	91.588	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	-3.608.425	3.560.642	831.351
Dönem vergi geliri/gideri	-	-	-624
Ertelenmiş vergi geliri/gideri	-201.104	-267.026	453.815
Net dönem karı	-3.809.529	3.293.616	1.284.542

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

4. Değerleme Hakkında Özet Bilgiler

- Şirket'in Ak Yatırım tarafından hazırlanan 23.02.2024 tarihli Fiyat Tespit Raporu'nda IC Enterra paylarının değerlemesinde İNA analizi %50 ve Çarpan Analizleri %50 ağırlıklandırılmış olup, 694.131 Bin USD konsolide özsermaye değerine ulaşılmıştır.
- Piyasa çarpanları analizinde Yurt içi ve Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanı kullanılmıştır. Ayrıca çarpan analizinde BİST Elektrik şirketleri, yurt dışı çarpan analizinde ise yenilenebilir enerji sektöründe faaliyet gösteren uluslararası şirketler incelenerek uygun olanlar kullanılmıştır.
- İNA ve çarpan analizleri ağırlıklandırılarak halka arz iskontosu öncesi 1 TL nominal pay değeri 13,33 TL olarak hesaplanırken %25,0 halka arz iskontosunun uygulanmasının ardından iskonto sonrası 1 TL nominal pay değeri 10,00 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1. İNA Değerlemesi

İNA projeksiyonu çerçevesinde Şirket'in iş planı baz alınarak projeksiyonlar, santrallerin lisans süreleri gözetilmek suretiyle, 2024-2065 yılları arasında ve USD bazında yapılmıştır. Risksiz getiri oranı olarak 2024 yılında dolar bazında %8,10 2025-2034 yılları arası % 8, 2035 yılından itibaren, mevcut eurobond fiyatlamaları dikkate alınarak, 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. Bu kapsamda, risksiz getiri oranı 2035 yılından 2039 yılına kadar sırasıyla %7,90, %7,80, %7,70, %7,60, ve %7,50 varsayılmıştır. 2039 yılından itibaren, risksiz getiri oranında sabit olarak %7,50 dikkate alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca, piyasa risk primi %5,5 olarak sabit tutulmuştur. Borçlanma Maliyeti olarak ilgili dönemin risksiz getiri oranının 2,5 puan üstü baz alınmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca, beta 1,0 olarak kabul edilmiştir.

5. Değerleme Sonucu

İNA analizinin %50 ve piyasa çarpanları analizinin %50 ağırlıklandırılması sonucunda halka arz iskontosu öncesi 694.131 Bin USD konsolide özsermaye değerine ve böylelikle 13,33 TL pay başı değere ulaşılmıştır. Halka arz pay fiyatı, %25,0 halka arz iskontosu sonrası, 10,00 TL olarak belirlenmiştir.

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Firma Değeri (Bin USD)
1.İndirgenmiş Nakit Akışları – Firma Değeri	50%	1.028.501
2.Pazar Yaklaşımı – Firma Değeri	50%	839.463
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri		933.982
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri içindeki Trabzon Enerji Azınlık Hissedarlarının Payı		1.121
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'ninTrabzon Enerji'nin Azınlık Hissedar Payları ile Düzeltilmiş Firma Değeri		932.861
Net Borç		328.833
Erzin GES Özkaynak Değeri		90.102
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Konsolide Özsermaye Değeri		694.131

Yapılan ağırlıklandırma ile Şirket'in halka arz iskontosu öncesi konsolide özsermaye değeri 694.131 Bin USD olarak hesaplanmaktadır. Halka arz pay fiyatı ve iskonto oranı aşağıda sunulmuştur.

Halka Arz Pay Fiyatı ve İskonto Hesabı

	(TL)
Çıkarılmış Sermaye	1.618.013.677
Nominal Sermaye Arttırımı	226.986.323
Nominal Ortak Satışı	142.579.394
Yeni Sermaye	1.845.000.000
Halka Arz Öncesi-1 TL Nominal Pay Değeri	13,33
Halka Arz İskontosu	%25,0
İskonto Sonrası 1 TL Nominal Pay Değeri	10,00
Halka Arza Konu Nominal Paylar	369.565.717
Halka Açıklık Oranı	%20,03
Halka Arz Büyüklüğü	3.695.657.170

GÖRÜŞ

Fiyat tespit raporuna ilişkin değerlendirmemiz,

- Fiyat tespit raporunda Şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgilerin yatırımcıya sunulduğunu düşünüyoruz.
- Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde Gelir Yaklaşımı – İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi (“İNA”) ile Pazar Yaklaşımı – Çarpan Analizi yöntemlerinin kullanılmış olmasını uygun buluyoruz.
- İNA analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Hesaplanan sermaye değeri üzerinden %25,0 halka arz iskontosu uygulandıktan sonra piyasa değeri 16.180.136.770 TL olarak hesaplanmıştır. Buna göre, 10,00 TL olarak hesaplanan halka arz pay başına değerini makul buluyoruz.

Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Eski Büyükdere Cad. İz Plaza Giz Kat 11 Maslak,
İstanbul Tel: +90 212 365 1000

www.terayatirim.com

ÇEKİNCE:

Burada yer alan bilgiler halka açık kaynaklardan veya Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir addedilen diğer kaynaklardan derlenmiştir. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin söz konusu bilgi ve görüşlerde meydana gelebilecek değişikliklerden yatırımcıları haberdar etme yükümlülüğü bulunmamaktadır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bu bilgilerin veya bu bilgilere dayalı olarak yapılan tahmin, çıkarım veya görüşlerin doğruluğu, tamlığı veya uygunluğuna ilişkin açık veya zımni hiçbir beyan veya taahhütte bulunmamaktadır. Burada yer alan hiçbir bilgi Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş. veya başka bir şirket tarafından veya onlar adına herhangi bir kimseye, herhangi bir menkul kıymetin alınması veya satılması yönünde herhangi bir icap veya davet teşkil etmez. Bu rapor onu hazırlayan analistlerin raporda bahsedilen menkul kıymetlere ve şirketlere ilişkin kişisel görüşlerini içermektedir. Yatırımcılar burada bahsedilen şirketlerin menkul kıymetlerine ilişkin herhangi bir yatırım kararını, kendi özel yatırım amaçları ve mali durumlarını göz önünde bulundurarak, o şirket tarafından onaylanmış izahnameyi, sirküleri, kendi araştırmalarını ve bağımsız danışmanlarından aldıkları tavsiyeleri temel alarak yapmalıdır. Tera Yatırım Menkul Değerler A.Ş., herhangi bir tarafın uğrayacağı doğrudan/dolaylı, maddi/manevi zararlar da dahil olmak üzere ancak bunlarla sınırlı kalmaksızın, hiçbir sorumluluk veya yükümlülük kabul etmez.

Sermaye Piyasası Kurulunun Seri:V, No:55, Yatırım Danışmanlığı Faaliyetine ve Bu Faaliyette Bulunacak Kurumlara İlişkin Esaslar Hakkında Tebliğ'i Uyarınca Yayımlanan Uyarı Notu :

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.