

# İC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ SANAYİ A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST  
RAPORU

**İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ**

26 Mart 2024

İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Maslak Mahallesi Saat Sokak Spine Tower No:5 Kat:2 34398 Sarıyer / İSTANBUL

t: 444 1 858 (ULU) • f: 0212 328 30 81 • Mersis No: 0 478 051 8427 000 17

[www.integralyatirim.com.tr](http://www.integralyatirim.com.tr)

## 1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş., İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yetkili aracı kurumlar olduğu IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Entra" ya da "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

### IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.

#### HALKA ARZ ÖZET BİLGİ

İhraççı	IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. ve Ortaklar
Halka Arz Tarihleri	27 - 28 - 29 Mart 2024
Halka Arz Fiyatı	10,00 TL
Halka Arz İskonto Oranı	25,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	1.618.013.677 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	1.845.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	20,03%
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	369.565.717 TL
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %75'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılara Payların %25'i Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara
Fiyat İstikrarı	15 gün süreyle planlanmaktadır.
Borsa Kodu	ENTRA
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	AK Yatırım İş Yatırım ve Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu, İzahname

### 3. ŞİRKET PROFİLİ

Daha önce IC Holding bünyesinde enerji alanında faaliyet gösteren şirket, İçtaş Enerji tarafından, "İçtaş Sürdürülebilir Enerji Yatırımları A.Ş." unvanı ile 13.03.2019 tarihinde kurulmuştur. Şirketin bünyesinde hidroelektrik, güneş enerji santralleri ve enerji depolamaya yönelik yatırımlar yer almaktadır. Şirketin portföyünde üretim şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı hidroelektrik santrali bulunmaktadır.

Şirketin hasılatının tamamı, elektrik satışlarından elde edilen gelirleri kapsamaktadır. Şirket 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerinde üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %65, %54 ve %11'ünü YEKDEM kapsamında satmıştır. Santrallerin kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 31.12.2023 tarihi itibarıyla 1,2 yıldır.

Mevcut HES'lerin yanı sıra rüzgâr ve güneş santrali projeleri bulunan şirketin Hatay'da 136 MW ve Erzincan'da hibrit 61 MW olmak üzere toplam 197 MW kurulu güçte güneş yatırımları devam ediyor. Buna ek olarak, şirketin geleceğe dönük projeleri arasında yenilenebilir enerji kaynaklarından maksimum düzeyde yararlanma imkânı sağlayan depolamalı RES ve GES projeleri de yer alıyor.

#### Şirketin Portföyünde Bulunan Santraller

Şirketin portföyünde bulunan elektrik enerjisi üretim santralleri Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almaktadır. Şirketin tüm kurulu gücünü 400,76 MWm/387,98 MWe ile HES'ler oluşturmaktadır.

#### 3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Grubu	Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Payı (%)		Sermaye (TL)	Payı (%)
İçtaş Enerji	A	485.404.104	30,00%	A	485.404.104	26,31%
	B	990.030.179	61,19%	B	990.030.179	53,66%
İçtaş İnşaat	A	-	-	A	-	-
	B	142.579.394	8,81%	B	-	-
<b>Halka Açık Kısmı</b>		-	-	B	<b>369.565.717</b>	<b>20,03%</b>
<b>Toplam</b>		<b>1.618.013.677</b>	<b>100%</b>		<b>1.845.000.000</b>	<b>100%</b>

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

#### 4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

##### 4.1. Bilanço

Bilanço (BİN TL)	2021	2022	2023
Dönen Varlıklar	97.530	928.053	503.663
Duran Varlıklar	16.540.156	27.196.720	27.504.550
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>16.637.686</b>	<b>28.124.773</b>	<b>28.008.213</b>
Kısa Vadeli Yükümlülükler	3.077.160	3.014.780	3.358.361
Uzun Vadeli Yükümlülükler	13.741.941	12.846.534	7.737.795
<b>Toplam Yükümlülükler</b>	<b>16.819.101</b>	<b>15.861.314</b>	<b>11.096.156</b>
Ana Ortaklık Payları	(166.011)	12.268.386	16.914.329
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	(15.404)	(4.927)	(2.272)
<b>Toplam Özkaynaklar</b>	<b>(181.415)</b>	<b>12.263.459</b>	<b>16.912.057</b>
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>16.637.686</b>	<b>28.124.773</b>	<b>28.008.213</b>

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

##### 4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2021	2022	2023
Hasılat	1.688.224	3.157.017	2.888.491
Satışların Maliyeti (-)	(891.708)	(963.006)	(1.593.552)
Brüt Kar / Zarar	796.516	2.194.011	1.294.939
Esas Faaliyet Karı / Zararı	735.066	2.087.566	1.166.296
Vergi Öncesi Kar	(3.608.425)	3.560.642	831.351
<b>Ana Ortaklık Payları</b>	<b>(3.802.461)</b>	<b>3.289.822</b>	<b>1.286.238</b>

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

#### 5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Kullanım Alanı	Kullanım Tutarı (%)
Bağıştaş GES Projesi	%8-%15
Erzin -2 GES Projesi	%25-%55
Depolamalı RES ve GES Projeleri	%10-%20
Yeni Yenilenebilir Enerji Santrali Yatırımları	%25-%40
<b>Toplam</b>	<b>100%</b>

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fonun Kullanım Yeri Raporu

Fon kullanım özet bilgi.

- **Bağıştaş GES Projesi** – Şirket %100 bağlı ortaklığı olan İçtaş Yenilenebilir 'in Bağıştaş-1 HES'e ilişkin olarak sahip olduğu elektrik üretim lisansına, hidroelektrik enerjisinin yanında yardımcı kaynak olarak güneş enerjisinin de eklenmesi amacıyla EPDK'ya başvuru yapmış ve Bağıştaş-1 HES'e ilişkin elektrik üretim lisansı, birleşik yenilenebilir elektrik üretim lisansı olarak tadil edilmiştir.
- **Erzin -2 GES Projesi-** İçtaş Güneş, güncel durumda Erzin-2 GES'e ilişkin yatırım süreçlerine devam etmekte olup, Erzin-2 GES'in 2024 yılının ilk yarısı itibarıyla enerji üretimine başlaması hedeflenmektedir.
- **Depolamalı RES ve GES Projeleri-** Şirket halka arz gelirlerinin %10-20 bölümünü, söz konusu depolamalı RES ve GES projelerinin, 2025 ila 2028 yılları arasında gerçekleşmesi hedeflenen yatırım sürecindeki harcamalarının finansmanında kullanmayı planlamaktadır.
- **Yeni Yenilenebilir Enerji Santrali Yatırımları-** Şirket, büyüme fırsatlarının değerlendirilmesinde kullanmayı planlamaktadır.

## 6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

AK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Çarpan Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımı yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında çarpan analizine toplam %50, indirgenmiş nakit akımına %50 ağırlık verilmiştir.

### 6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

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.

## 6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizinde Borsa İstanbul'da ve yurt dışındaki borsalarda işlem gören ve IC Enterra ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir olduğu düşünülen şirketlerin işlem gördükleri fiyat seviyeleri ile kamuya açıkladıkları finansal tablolardaki verilerin birbirine oranından hareketle kıyaslanmasına dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Piyasa çarpanları analizinde, uluslararası kabul görmüş, enerji sektöründe yenilenebilir enerji şirketlerinin değerlemelerinde sıkça tercih edilen ve nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK çarpanları temel alınarak analiz yapılmıştır. Piyasa çarpanları analizi kapsamında, FD/ FAVÖK çarpanı hesabında 15,00x ve üzerinde olan çarpan değerleri "uç değer" olarak kabul edilmiş ve değerlendirme hesaplamalarına dahil edilmemiştir.

(Bin USD)	Hesapla ma Formülü	Yurtiçi Benzer Şirketler	Yurtdışı Benzer Şirketler
Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanlarının Ortalaması	A	10,17x	11,25x
30.09.2023 İtibarıyla Son Bir Yıl FAVÖK	B	78.381	
<b>IC Enterra'nın Firma Değeri</b>	<b>C=AXB</b>	<b>797.137,0</b>	<b>881.789</b>

### Sonuç

Sonuç olarak değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları yöntemine %50 ve piyasa çarpan analizi yöntemi %50 ağırlıklandırılarak 21.560.042.405 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır. Ulaşılan hedef değere %25,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 10,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

Değerleme Özeti (Bin USD)	Hesaplama Formülü	İNA	Yurtiçi Çarpanlar	Yurtdışı Çarpanlar
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri	A	1.028.501	797.137	881.789
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	25%	25%

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Sonucu	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Özsermaye Değeri (TL)	18.761.438.330
Erzin GES Değeri (TL)	2.798.604.075
<b>IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Konsolide Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>21.560.042.405</b>
Pay Adedi	1.618.013.677
<b>1 Adet IC Enterra Payı Başına Hesaplanan Değer</b>	<b>13,33</b>
<b>Halka Arz İskontosu</b>	<b>25,00%</b>
<b>1 Adet IC Enterra Payının Halka Azr Fiyatı</b>	<b>10,00</b>

Kaynak: IC Enterra Yenilenebilir Enerji Fiyat Tespit Raporu

## 7. GÖRÜŞ

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Fiyat tespit edilirken İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi kullanılmasını ve İndirgenmiş Nakit Akımları analizine %50, Piyasa Çarpanları Analizine %50 ağırlık verilmesini uygun buluyoruz.
- Kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını ve uç değerlerin hesaplama dahil edilmemesini makul buluyoruz.

Sonuç olarak, Entra için hesaplanan hedef değere %25,00 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 10,00 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

**Yasal Uyarı Notu:** Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri 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.

Bu bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

**Çekince:** Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.