

## 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") Ic Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. ("Ic 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

| 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         |
| <b>Toplam</b>    | -                | <b>1.618.013.677</b> | <b>100</b>    | -                 | <b>1.845.000.000</b> | <b>100</b>    |

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 Erzincan- 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)      |
| <b>Brüt Kar</b>             | <b>796.516</b>     | <b>2.194.011</b> | <b>1.294.939</b> |
| <b>Brüt Kar Marjı (%)</b>   | <b>47,18%</b>      | <b>69,50%</b>    | <b>44,83%</b>    |
| Esas Faaliyet Karı          | 735.066            | 2.087.566        | 1.166.296        |
| Esas Faaliyet Kar Marjı (%) | 43,54%             | 66,12%           | 40,38%           |
| <b>Dönem Karı/Zararı</b>    | <b>(3.809.529)</b> | <b>3.293.616</b> | <b>1.284.542</b> |
| <b>Net Kar Marjı (%)</b>    | <b>a.d</b>         | <b>104,33%</b>   | <b>44,47%</b>    |

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        |
| <b>TOPLAM VARLIKLAR</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         |
| Özkaynaklar               | (181.415)         | 12.263.459        | 16.912.057        |
| Ödenmiş Sermaye           | 1.044.536         | 1.044.536         | 1.618.014         |
| <b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>   | <b>16.637.686</b> | <b>28.124.773</b> | <b>28.008.213</b> |

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        |
| <b>Medyan</b>                  | <b>11,25</b> |

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         |
| <b>Medyan</b>                | <b>10,17</b> |

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                                   |
| <b>Özsermaye değeri</b>        |         |              | <b>839,46</b>                            |

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                  |
| <b>IC Enterra Yenilenebilir Enerji Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri</b> |                 |         | <b>933,98</b>          |

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 | <b>694</b> |

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.