

**IC ENTERRA**  
Yenilenebilir Enerji

**IC ENTERRA YENİLENEBİLİR ENERJİ A.Ş.**

**FİYAT TESPİT RAPORU**

**23 Şubat 2024**

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

**AKYatırım**

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ**

## İÇİNDEKİLER

KISALTMALAR	2
YÖNETİCİ ÖZETİ	6
I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER	7
II. IC ENTERRA HAKKINDA ÖZET BİLGİ	9
Tarihçe	9
Hissedarlık Yapısı	11
IC Enterra'ya Genel Bakış	11
III. SEKTÖREL BİLGİLER	13
IV. FİNANSALLAR HAKKINDA BİLGİLER	17
V. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	28
VI. DEĞERLEME ANALİZİ	29
VII. SONUÇ	57
VIII. EKLER	58
Ek 1: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri	59
Ek 2: Sorumluluk Beyanı	61
Ek 3: Yetkinlik Beyanı	62
Ek 4: Lisans Belgeleri	63

**KISALTMALAR**

KISALTMALAR	TANIMLAR
1 ABD Doları cent	: 1 ABD Doları'nın 1/100'üne eşit olan para birimi
A.Ş.	: Anonim Şirketi
AB	: Avrupa Birliği
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / Amerikan Doları	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
Bağıştaş-1 HES	: Erzincan ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 140,62 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
Bağıştaş GES	: Bağıştaş-1 HES kapsamında hibrit santral yatırımı olarak işbu İzahname tarihi itibarıyla yatırım süreçleri devam eden ve toplamda 61,0847 MWh gücünde olması planlanan hibrit GES
Bağıştaş GES Projesi	: Bağıştaş GES'e ilişkin yatırım projesi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BİST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Covid-19	: Koronavirüs hastalığı
Çileklitepe HES	: Giresun ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 23,125 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
EBRD	: Avrupa İmar ve Kalkınma Bankası ( <i>European Bank for Reconstruction and Development</i> )
EPDK	: T.C. Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
EPİAŞ	: Enerji Piyasaları İşletme A.Ş.
ETKB	: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı
EÜAŞ	: Elektrik Üretim A.Ş.
Erzin GES	: İşbu İzahname tarihi itibarıyla yatırım süreçleri devam eden ve YEKA Yönetmeliği kapsamında Hatay – Erzin 2 Bölgesi'nde 100 MWe'lik bağlantı kapasitesine sahip olması planlanan GES
FAVÖK	: Faiz, Amortisman, Vergi Öncesi Kâr
GES	: Güneş elektrik santrali
GES Projeleri	: Erzin GES ve Bağıştaş GES projeleri

KISALTMALAR	TANIMLAR
Girlevik HES	: 2021 ve öncesinde İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilmekle birlikte, işbu İzahname tarihi itibarıyla Üretim Şirketleri tarafından işletilmeyen, Erzincan ilinde bulunan, güncel durumda EÜAŞ tarafından işletilen ve 11,58 MWE kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
GSYİH	: Gayri Safi Yurtiçi Hasıla
GVK	: 06.01.1961 tarihli ve 10700 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 193 sayılı Gelir Vergisi Kanunu
GW	: Gigawatt
GWh / GWs	: Gigawatt saat
Halka Arz Eden Pay Sahibi	: İçtaş İnşaat
HES	: Hidroelektrik Santrali
IC Elektrik Toptan	: IC İçtaş Elektrik Toptan Satış ve Ticaret Anonim Şirketi
IC Holding	: IC İbrahim Çeçen Yatırım Holding Anonim Şirketi
İçtaş Enerji	: Şirket’in pay sahiplerinden olan IC İçtaş Enerji Yatırım Holding A.Ş.
İçtaş Güneş	: Şirket’in bağlı ortaklıklarından olan IC İçtaş Güneş Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş.
İçtaş İnşaat	: Şirket’in pay sahiplerinden olan IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.
İçtaş Yenilenebilir	: Şirket’in bağlı ortaklıklarından olan İçtaş Yenilenebilir Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş.
İhraççı / Şirket / IC Enterra	: IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.
Kadıncık HES	: Kadıncık-1 HES ve Kadıncık-2 HES
Kadıncık-1 HES	: Mersin ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 70 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
Kadıncık-2 HES	: Mersin ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 56 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
Kemerçayır HES	: Trabzon ilinde bulunan, Trabzon Enerji tarafından işletilen ve 15,50 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
kr / krş	: Kuruş
kWh / kWs	: Kilowatt saat
Ltd. Şti.	: Limited Şirketi

KISALTMALAR	TANIMLAR
MW	: Megawatt
MWe	: Megawatt elektrik
MWh / MWs	: Megawatt saat
MWm	: Megawatt mekanik
Niksar HES	: Tokat ilinde bulunan, İctaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 40,16 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
OECD	: Ekonomik İşbirliği ve Kalkınma Örgütü ( <i>Organisation for Economic Co-operation and Development</i> )
ÖİB	: Özelleştirme İdaresi Başkanlığı
PTF	: Piyasa takas fiyatı
RES	: Rüzgâr Elektrik Santrali
Santraller	: Yukarı Mercan HES, Niksar HES, Üçharmanlar HES, Kemerçayır HES, Üçhanlar HES, Bağıştaş-1 HES, Çileklitepe HES, Kadıncık HES, Erzin GES ve Bağıştaş GES
SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
T.C.	: Türkiye Cumhuriyeti
TCMB / Merkez Bankası	: Türkiye Cumhuriyet Merkez Bankası
TEAŞ	: Türkiye Elektrik Üretim ve İletim A.Ş.
TEDAŞ	: Türkiye Elektrik Dağıtım A.Ş.
TEİAŞ	: Türkiye Elektrik İletim A.Ş.
TETAŞ	: Türkiye Elektrik Ticaret ve Taahhüt A.Ş.
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
Trabzon Enerji	: Şirket'in bağlı ortaklıklarından olan Trabzon Enerji Üretim ve Ticaret A.Ş.
TÜFE	: Tüketici Fiyat Endeksi
TÜİK	: Türkiye İstatistik Kurumu
Üçhanlar HES	: Trabzon ilinde bulunan, Trabzon Enerji tarafından işletilen ve 11,94 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali

KISALTMALAR	TANIMLAR
Üçharmanlar HES	: Trabzon ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 16,64 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali
ÜFE	Üretici Fiyat Endeksi
YEKA	: Yenilenebilir enerji kaynak alanları
YEKDEM	: Yenilenebilir enerji kaynakları destekleme mekanizması
Yukarı Mercan HES	: Erzincan ilinde bulunan, İçtaş Yenilenebilir tarafından işletilen ve 14 MW kurulu güce sahip hidroelektrik santrali

**YÖNETİCİ ÖZETİ**

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	$C=\Sigma(AxB)$		933.982	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri İçindeki Trabzon Enerji Azınlık Hissedarlarının Payı*	$D=Cx\%0,12$		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)	$N=LxM$		13,33	

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

## I. RAPORUN AMACI VE ETİK İLKELER

23 Şubat 2024 tarihli bu rapor, Kocatepe Mah. Kızılırmak Cad. No: 31-33 İç Kapı No: 20 Çankaya /Ankara adresinde mukim IC Enterra Yenilenebilir Enerji Anonim Şirketi ('Şirket', 'IC Enterra') ile Sabancı Center Kule: 2 Kat: 7 4. Levent Beşiktaş, İstanbul adresinde mukim Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('Ak Yatırım') arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği, Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değer, Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak belirlenmesi amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesine uygun olarak belirlenmesi amacıyla 27.10.2015 tarih ve G-014(300) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Ak Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Ak Yatırım, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, sermaye piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Şirket ile halka arzda Konsorsiyum Lideri olarak görev alan Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. arasında çıkar çatışması veya herhangi bir menfaat çatışması bulunmamaktadır. Ak Yatırım ve Şirket arasında herhangi bir sermaye ilişkisi yoktur. Ak Yatırım'ın halka arz işlemi nedeniyle elde edeceği aracılık komisyonu haricinde doğrudan ya da dolaylı olarak halka arzın başarısına bağlanmış bir ekonomik çıkarı bulunmamaktadır.

### Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıda "Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar" başlığı altında belirtilen etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

#### Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Etik İlkeler ve Sınırlamalar:

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket pay sahiplerine zarar vermeyecek bir şekilde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- Ak Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Değerleme çalışmasında kullanılan yaklaşım ve yöntemler değerlemenin amacına uygun şekilde değerlendirilmiş ve belirlenmiştir.

### Proje Ekibi

Değerleme çalışması, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Kurumsal Finansman Bölümü çalışanlarından oluşan ve konusunda uzman bir ekip tarafından yürütülmüştür. Çalışma ekibi üyeleri, SPK mevzuatı uyarınca hazırlanan bu raporun hazırlayabilmek için gerekli bilgi birikimine sahip olup, toplamda 50 yılı aşkın tecrübeye sahiptir.

Engin Yegül, çalışma hayatına 2000 yılında Demir Yatırım Araştırma Bölümü'nde Analist olarak başlamış ve 2002 yılında Ak Yatırım Araştırma Bölümü'nde görev almıştır. Ak Yatırım Kurumsal Finansman Bölümü'nde 2005 yılından beri çalışan Engin Yegül, bölüm faaliyetleri kapsamında pay halka arzları, özel sektör borçlanma aracı ihraçları, şirket birleşmeleri ve satın almaları ile özelleştirme projelerinde aktif olarak görev almaktadır. Lisans öğrenimini Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nde İnşaat Mühendisliği alanında ve Yüksek Lisans öğrenimini Virginia Tech'te Finans alanında tamamlayan Engin Yegül, SPK Düzey 3 Lisansına ve Türev Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisansı, sicil no: 202350; SPL Türev Lisansı, sicil no: 300695).

Duygu Haker Şen, çalışma hayatına 2007 yılında Ata Holding'de Yardımcı Danışman olarak başlamıştır. 2009-2012 yılları arasında ise Ata Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde görev almıştır. 2012 yılından bu yana da Ak Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde halka arz, şirket birleşme ve



devralma ile borçlanma aracı ihracı projelerinde görev almaktadır. Sabancı Üniversitesi'nden Biyomühendislik alanında lisans derecesi ile Boğaziçi Üniversitesi'nden Ekonomi ve Finans alanında yüksek lisans derecesine sahiptir. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 204467).

Kemal Ulaş Ünalın, çalışma hayatına 2012 yılında KPMG Türkiye'de bağımsız denetim analisti olarak başlamıştır. 2015-2017 yılları arasında ise EY Türkiye Kurumsal Finansman Bölümünde çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde görev almıştır. 2017 yılından bu yana da Ak Yatırım Kurumsal Finansman Bölümünde halka arz, şirket birleşme ve devralma ile borçlanma aracı ihracı projelerinde görev almaktadır. Bilkent Üniversitesi'nden İşletme alanında lisans derecesine sahiptir. Ayrıca, SPK Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 912658).

Yiğit Can Ayla, çalışma hayatına 2019 yılında Besfin Finansal Hizmetler Danışmanlık Tic. A.Ş.'de kurumsal finansman ekibinde başlamıştır. 2020 yılına kadar çeşitli şirket değerlendirme ve finansal due diligence projelerinde görev almıştır. Ak Yatırım Kurumsal Finansman bölümüne katıldığı 2020 yılından itibaren pay halka arzları, çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde ve özel sektör borçlanma aracı ihraçları projelerinde görev almaktadır. Sabancı Üniversitesi'nden İşletme lisans derecesine sahiptir. Ayrıca, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansına sahiptir. (SPL Düzey 3 Lisans, sicil no: 927496).

#### Sınırlayıcı Şartlar

Değerleme çalışmasında kullanılan veriler; Şirket adına PwC Bağımsız Denetim ve Serbest Muhasebeci Mali Müşavirlik Anonim Şirketi tarafından hazırlanan 31 Aralık 2021, 31 Aralık 2022 ve 31 Aralık 2023 tarihli bağımsız denetim raporları, Şirket'e ait izahname, Şirket Yönetimi'nin 2024-2065 dönemine ilişkin tahmini iş planı, sektöre ilişkin kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Aplus Enerji Yatırım Danışmanlık Teknoloji ve Ticaret Ltd. Şti'nin 2024-2043 dönemine ilişkin fiyat ve üretim tahminleri ve Ak Yatırım'ın bulgularına dayanmaktadır.

Bu raporda, çarpan analizleri için kullanılan halka açık şirketlerin mali yapılarına ve piyasa değerlerine ilişkin veriler için ilgili şirketlerin internet sayfaları, diğer kamuya açık ilgili kaynaklar ve Capital IQ adlı veri platformu kullanılmıştır.

Şirket hakkında analiz yapmak isteyen yatırımcıların IC Enterra'ya ait olan ve KAP'ta ilan edilmiş bulunan tüm finansal tabloları, finansal tabloların dipnotlarını ve bağımsız denetçi raporlarını ve yine KAP'ta ilan edilmiş bulunan ve Şirket'in faaliyetleri ile finansal durumu hakkında kapsamlı bilgi ve görüş içeren izahnameyi ayrıntılı bir şekilde incelemeleri gerekmektedir.

Ak Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Tarafımıza sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özen gösterilmiş ve bunun sonucunda, sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin olmadığı varsayılmış ve bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği ve Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket'in yönetim ve personel kadrosunda işletmenin sürekliliğini, bilgi ve tecrübe birikimini etkileyecek, alışlagelen personel dönüşümü dışında olumsuz önemli bir değişimin olmayacağı varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotlar) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup, güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Şirket'in, faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vs. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Türkiye ve dünya ekonomisinde yakın gelecekteki gelişmelerin bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal verilerle, farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlık oranlarının kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

## II. IC ENTERRA HAKKINDA ÖZET BİLGİ

### Tarihçe

#### *Şirket'in ve Bağlı Ortaklıklarının Sermaye Yapısına İlişkin Önemli Gelişmeler*

#### 2019

- Şirket, İçtaş Enerji tarafından, "İçtaş Sürdürülebilir Enerji Yatırımları A.Ş." unvanı ile ve 50.000 TL kuruluş sermayesi ile 11.03.2019 tarihinde Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü nezdinde tescil edilerek kurulmuş ve kuruluş, 13.03.2019 tarih 9786 sayılı TTSG'de ilan edilmiştir.
- Çoğunluk pay sahibi sıfatıyla İçtaş Enerji, şirket sıfatıyla İhraççı ile EBRD arasında 29.04.2019 tarihinde İngiliz hukukuna tabi bir iştirak sözleşmesi akdedilmiştir. Bu sözleşme ile esasen EBRD'nin İhraççı'ya fon sağlamasına ilişkin düzenlemeler hüküm altına alınmıştır. Burada sağlanacak fonun ana olarak İçtaş Yenilenebilir tarafından Kadıncık HES'e ilişkin olarak ÖİB'ye yapılacak 2018, 2019 ve 2020 yıllarına ilişkin ödeme taksitlerinde ve Santraller'e ilişkin yatırımlarda ve/veya yeni yatırımlarda kullanılacağı düzenlenmiştir. Sözleşme tahtında EBRD'nin İhraççı'ya fon sağlamasına yönelik yöntem, EBRD'nin sermaye artırımını yoluyla İhraççı'ya ortak olması olarak düzenlenmiştir. Bu kapsamda, belirli bir azami iştirak tutarına kadar, birden fazla sermaye artırımını yapılabileceği düzenlenmiştir. EBRD'nin İhraççı'ya sağlamayı taahhüt ettiği maksimum fon tutarı 100.000.000 Amerikan Doları'dır.
- Şirket sermayesi, Şirket'in 14.05.2019 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında alınan karar uyarınca 50.000 TL'den 903.568.344 TL'ye artırılmıştır ve bu sermaye artırımını Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından 22.05.2019 tarihinde tescil edilerek 27.05.2019 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket'in tek pay sahipliği durumu değişmemiş olup, kurucu İçtaş Enerji tüm sermayeyi temsil eden paylara sahip olmaya devam etmiştir.
- Şirket sermayesi, Şirket'in 28.05.2019 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında alınan karar uyarınca 903.568.344 TL'den 952.480.138 TL'ye artırılmıştır ve bu sermaye artırımını Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü tarafından 30.05.2019 tarihinde tescil edilerek 07.06.2019 tarihli TTSG'de ilan edilmiştir. Şirket'in tek pay sahipliği durumu değişmemiş olup, kurucu İçtaş Enerji tüm sermayeyi temsil eden paylara sahip olmaya devam etmiştir.
- Şirket'in 08.10.2019 tarihli olağanüstü genel kurul toplantısında alınan kararlar uyarınca Şirket'in sermayesi 67.133.099 TL tutarında artırılarak 952.480.138 TL'den 1.019.613.237 TL'ye artırılmıştır. Söz konusu sermaye artırımına Şirket'in o tarih itibarıyla mevcut ortağı olan İçtaş Enerji rüçhan hakkından feragat ederek katılmamış ve bu kapsamda ihraç edilen tüm paylar, EBRD adına ihraç edilmiştir. Sermaye artırımını kapsamında ihraç edilen payların nominal değerine ek olarak EBRD tarafından Şirket'e 17.742.035,00 TL tutarında emisyon primi ödenmiştir. İçtaş Enerji'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %93,4 ve EBRD'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %6,6 olmuştur.

#### 2020

- Şirket'in 06.07.2020 tarihinde yapılan 2019 yılına ilişkin olağan genel kurul toplantısında alınan karar uyarınca Şirket sermayesi 24.922.926,00 TL tutarında artırılarak 1.019.613.237,00 TL'den 1.044.536.163,00 TL'ye artırılmıştır. Söz konusu sermaye artırımına Şirket'in o tarih itibarıyla mevcut ortaklarından olan İçtaş Enerji rüçhan hakkından feragat ederek katılmamış ve bu kapsamda ihraç edilen tüm paylar EBRD adına ihraç edilmiştir. Sermaye artırımını kapsamında ihraç edilen payların nominal değerine ek olarak EBRD tarafından Şirket'e 12.674.504,00 TL tutarında emisyon primi ödenmiştir. Bu sermaye artırımını sonucunda EBRD'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %8,81 olurken, İçtaş Enerji'nin pay sahipliği oranı yaklaşık %91,19 olmuştur.

#### 2022

- Alıcı sıfatıyla İçtaş İnşaat ile satıcı sıfatıyla EBRD arasında 28.02.2022 tarihinde İngiliz hukukuna tabi bir pay devir sözleşmesi akdedilmiştir. Bu sözleşme tahtında EBRD, İhraççı nezdinde sahip olduğu ve ilgili tarih itibarıyla İhraççı'nın toplam sermayesinin yaklaşık %8,81'ine karşılık gelen 92.056.025 adet B grubu payı, İçtaş İnşaat'a satmayı

ve İctaş İnşaat da bu payları almayı taahhüt etmişlerdir. Bu sözleşme tahtında gerçekleştirilen pay devrine ilişkin olarak Rekabet Kurumu'nun 04.08.2022 tarihli ve E-81435258-645-47515 sayılı yazısı ile izin verilmiştir. Bu sözleşme tahtında gerçekleştirilen pay devir işlemine ilişkin TTK madde 198 uyarınca yapılması gerekli ilan, TTSG'nin 15.03.2022 tarihli ve 10537 sayılı nüshasında yayımlanmıştır ve gerçekleşen pay devri ile EBRD'nin İhraççı nezdinde pay sahipliği sona ermiştir.

**2023**

- Alıcı sıfatıyla İhraççı ile satıcılar sıfatıyla Serhat Çeçen, Mehmet Salih Çeçen, Fırat Çeçen, İctaş İnşaat ve IC Holding arasında 08.03.2023 tarihinde bir hisse devir sözleşmesi akdedilmiştir. Bu sözleşme satıcıların İctaş Güneş'in sermayesinde sahip oldukları payların İhraççı'ya devredilmesine ilişkindir. İlgili sözleşmenin imzalandığı tarih itibarıyla İctaş Güneş'in sermayesi itibari değeri 1 TL olan 21.000.000 adet paya ayrılmış toplam 21.000.000 TL'dir ve bu sermayenin dağılımı aşağıdaki gibidir:

Pay Sahibi	Pay Adedi
Serhat Çeçen	994.964
Mehmet Salih Çeçen	968.107
Fırat Çeçen	968.107
İctaş İnşaat	7.695.346
IC Holding	10.373.476
<b>Toplam</b>	<b>21.000.000</b>

Anılan sözleşme tahtında satıcılar yukarıdaki tabloda gösterilen adetlerdeki paylarını alıcıya satıp devretmeyi ve alıcı da satıcılardan yukarıdaki tabloda gösterilen adetlerdeki payları satın alıp devralmayı taahhüt etmişlerdir. Pay devirlerini müteakiben, İctaş Güneş tarafından 08.03.2023 tarihli ve 2023/03 sayılı yönetim kurulu kararı alınarak bu pay devirleri onaylanmış ve yine 14.03.2023 tarihli ve 2023/04 sayılı yönetim kurulu kararı alınarak İctaş Güneş'in tek pay sahipli bir şirket haline geldiği hüküm altına alınmıştır. İctaş Güneş'in tek pay sahipli olduğuna ilişkin ilan, TTSG'nin 17.03.2023 tarihli ve 10792 sayılı nüshasında yayımlanmıştır. Pay devir bedeli 31.12.2022 tarihli bilançoda görülen özkaynak tutarı dikkate alınarak belirlenmiştir. 31.12.2022 tarihi itibarıyla ödenmiş sermaye tutarı olan 5.250.001 TL'ye, dönem net karından kurumlar vergisi mahsup edildikten sonra kalan tutar eklenerek belirlenen "Özkaynak Tutarı" pay devir bedeli olarak dikkate alınmıştır.

### Santrallere ve Faaliyetlere İlişkin Önemli Gelişmeler

- |             |  |
|-------------|--|
| <b>2001</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Erzincan'da Mercan Deresi üzerinde Girlevik II Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir (<i>güncel durumda Girlevik II Mercan HES, Şirket'in portföyünde değildir</i>).</li> </ul>   |
| <b>2005</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Yukarı Mercan HES'in yapımı tamamlanmış ve faaliyete geçmiştir.</li> </ul>  |
| <b>2010</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Damlapınar HES ve Kepezkaya HES faaliyete geçmiştir (<i>güncel durumda Damlapınar HES ve Kepezkaya HES, Şirket'in portföyünde değildir</i>).</li> </ul>   |
| <b>2011</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Kumköy HES (<i>güncel durumda Kumköy HES Şirket'in portföyünde değildir</i>) faaliyete geçmiştir.</li> </ul>  |
| <b>2012</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>Niksar HES işletmeye geçmiştir.</li> <li>Şirket'in bağlı ortaklığı İctaş 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.</li> </ul> |

<b>2013</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Üçarmanlar HES işletmeye geçmiştir.</li> <li>• Kemerçayır HES işletmeye geçmiştir.</li> <li>• Üçanlar HES işletmeye geçmiştir.</li> </ul>
<b>2015</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Bağıştaş-1 HES işletmeye geçmiştir.</li> <li>• Çileklitepe HES işletmeye geçmiştir.</li> </ul>
<b>2016</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 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.</li> </ul>
<b>2021</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 2001 yılında faaliyete geçen 11,6 MW güce sahip ilk HES tesisi Girlevik II-Mercan HES, 29.03.2021 tarihinde Yap İşlet Devret kontrat süresinin sona ermesi ile ETKB'ye devredilmiştir.</li> </ul>
<b>2023</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• İçtaş Güneş, 100 MWe'lik YEKA GES-4 Erzin-Viranşehir Yarışması'na 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 elektrik piyasa fiyatı teklifi verilerek 28.06.2022 tarihinde kazanılmıştır.</li> </ul>

### Hissedarlık Yapısı

Şirket'in detaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda sunulmaktadır.

**Tablo: IC Enterra Ortaklık Yapısı**

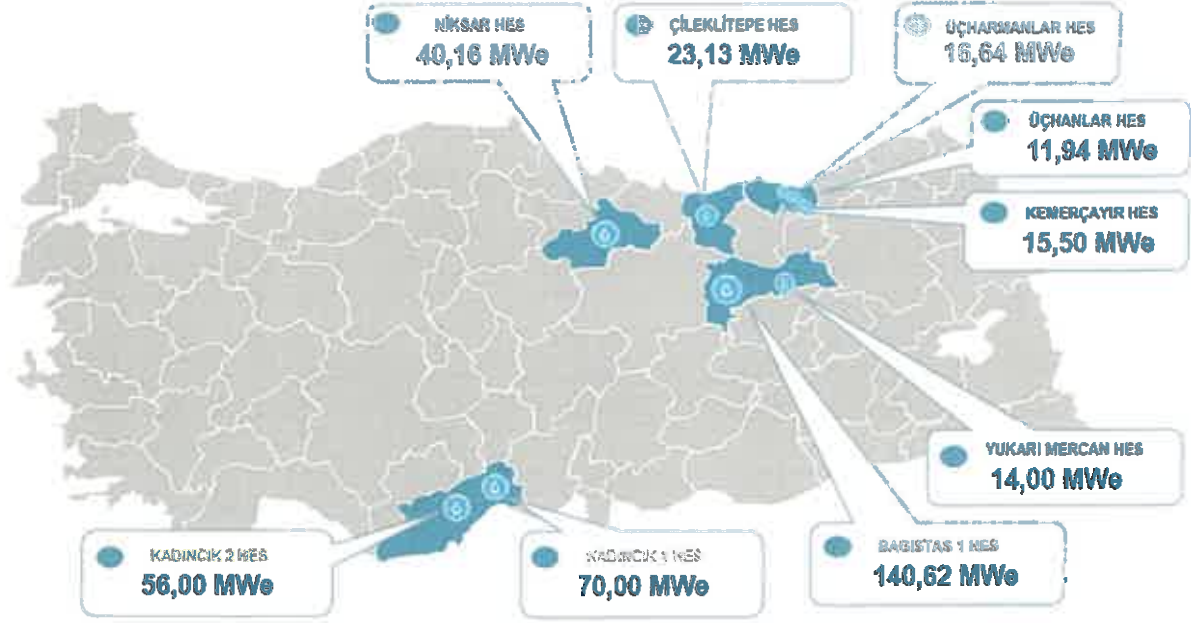
Halka Arz Öncesi ve Sonrası Sermaye Hakkında Bilgi						
Unvanı / Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası		
	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)
İçtaş Enerji	A	485.404.104	30,0	A	485.404.104	26,31
İçtaş Enerji	B	990.030.179	61,19	B	990.030.179	53,66
İçtaş İnşaat	A	-	-	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>

### Şirket Faaliyetlerine Genel Bakış

Şirket, enerji piyasası mevzuatı çerçevesinde lisanslı üretim santralleri işleten özel amaçlı şirketler (*special purpose vehicle – SPV*) niteliğindeki bağlı ortaklıkları olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla, bir enerji altyapı platformu niteliğindeki yenilenebilir enerji üretim portföyünü yönetmektedir. İşbu İzahname'de ana faaliyet konusu olarak aşağıda anlatılanlar, Şirket'in bağlı ortaklıkları olan Üretim Şirketleri vasıtasıyla devam eden faaliyetlerini de içermektedir.

İşbu İzahname tarihi itibarıyla Şirket'in Üretim Şirketleri vasıtasıyla işlettiği toplam 400,76 MWm / 387,98 MWe kurulu gücünde olmak üzere 9 adet HES'i bulunmakta olup; Santraller'in listesi aşağıdaki gibidir. Bu kurulu gücün tamamını HES'ler oluşturmaktadır.

Şirket'in portföyünde Üretim Şirketleri tarafından işletilen 9 adet lisanslı hidroelektrik santrali bulunmaktadır. Santraller, Karadeniz, Akdeniz ve Doğu Anadolu bölgelerinde yer almaktadır.



Santral	Lisans Gücü (MWe)	Lisans Gücü (MWm)	İşletmeye Girdiği Tarih	Lisans Numarası	Lisans Alınma Tarihi	Lisans Son Geçerlilik Tarihi
<b>İçtaş Yenilenebilir</b>						
Yukarı Mercan HES (*)	14,00	14,20	21.05.2005	EÜ/4027-5/2430	20.09.2012	28.04.2054
Niksar HES	40,16	41,56	23.05.2012	EÜ/2303-1/1559	11.11.2009	20.09.2055
Uçarmanlar HES	16,64	17,44	24.01.2013	EÜ/2572-4/1631	25.04.2008	25.04.2057
Bağıştaş-1 HES	140,62	145,02	27.02.2015	EÜ/6949-8/03649	2.03.2017	14.02.2057
Çileklitepe HES	23,13	23,63	15.10.2015	EÜ/3424-2/2068	19.09.2011	13.10.2059
Kadincik-1 HES	70,00	72,86	16.08.1971	EÜ/6393-1/03533	15.07.2016	15.07.2065
Kadincik-2 HES	56,00	57,32	30.03.1974	EÜ/6393-2/03534	15.07.2016	15.07.2065
<b>Trabzon Enerji</b>						
Kemerçayır HES	15,50	16,14	1.08.2013	EÜ/1280-4/921	17.08.2007	17.08.2056
Uçanlar HES	11,94	12,59	27.09.2013	EÜ/1280-5/922	17.08.2007	17.08.2056
<b>Toplam</b>	<b>387,98</b>	<b>400,76</b>				

(\*) Lisans yürürlük tarihi olan 28.04.2005 tarihinden itibaren 49 yıl süreyle lisans verilmiştir.

Her bir Santral'in izahnameye konu finansal dönemler itibarıyla ve sonrasında YEKDEM'den faydalanma hakkı olup olmadığına ve faydalanıp faydalanmadığına ilişkin özet tablo, aşağıda yer almaktadır.

Santral	YEKDEM DURUMU (*)					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>İçtaş Yenilenebilir</b>						
Yukarı Mercan HES	X	X	X	X	X	X
Niksar HES	✓	✓	✓	X	X	X
Uçarmanlar HES	✓	✓	✓	✓	X	X
Bağıştaş-1 HES	✓	✓	✓	O	O	✓
Çileklitepe HES	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Kadincik-1 HES						



Santral	YEKDEM DURUMU (*)					
	2020	2021	2022	2023	2024	2025
<b>İçtaş Yenilenebilir</b>						
Kadıncık-2 HES						
<b>Trabzon Enerji</b>						
Kemerçayır HES	✓	✓	✓	✓	X	X
Üçanlar HES	✓	✓	✓	✓	X	X

(\*) Tabloda "X" işareti, ilgili yılda YEKDEM'den faydalanma hakkı olmadığını, "✓" işareti, ilgili yılda YEKDEM'den faydalanıldığını ve "O" işareti ise, ilgili yılda YEKDEM'den faydalanma hakkı olmasına rağmen, ilgili Santral için o yılda YEKDEM'den faydalanılmasının tercih edilmediğini ifade etmektedir.

31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 dönemlerinde Üretim Şirketleri, üretmiş oldukları elektriğin sırasıyla %65, %64, %54 ve %11'ini YEKDEM kapsamında satmıştır. Santraller'in kurulu güçlerine göre ağırlıklandırılmış ortalama kalan YEKDEM süresi 31.12.2023 tarihi itibarıyla 1,2 yıldır.

### III. SEKTÖREL BİLGİLER

#### A. Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Yeri Hakkında Bilgiler:

##### Türkiye Elektrik Sektörünün Tarihsel Gelişimi ve Temel Kurumlar

Türkiye'de elektrik kullanımının yüz yılı aşkın bir tarihi vardır. Ülkede ilk elektrik şebekesi ihalesi 1910 yılında yapılmış ilk dağıtım elektrik dağıtım şirketi olan Kayseri ve Civarı Elektrik Türk Anonim Şirketi ise 1926 yılında kurulmuştur. ETKB ise 1963 yılında kurulmuştur. ETKB'nin kurulmasını takiben 1970 yılında TEK kurulmuş ve 1993 yılında TEAŞ ve TEDAŞ olmak üzere iki ayrı kuruma bölünmüştür. 2000'li yıllara gelinene kadar Türkiye elektrik sektörünün farklı segmentleri kamu kontrolünde kalmıştır.

Türkiye elektrik piyasası reform girişimleri 2001 yılının Mart ayında kabul edilen 4628 sayılı Elektrik Piyasası Kanunu ile hız kazanmıştır. Başlatılan reformların amacı piyasayı rekabete açmak ve piyasada sürdürülebilir bir büyümenin sağlanması olarak açıklanmıştır. Kanunun temel gayesi, elektrik tüketicilerine sürekli ve kaliteli elektriği uygun fiyata sunmaktır. Kanun ile elektrik piyasasının düzenlenmesinden sorumlu özerk bir organ olarak işlev gören EPDK'yı kurmuştur.

2001 yılında, TEAŞ, TEİAŞ, EÜAŞ ve TETAŞ olmak üzere üç kısma ayrılmıştır. TEİAŞ, elektrik iletimi, sistem ve piyasa işlemlerini yürütmekle görevlendirilmiş, EÜAŞ kamuya ait elektrik üretim kapasitesinin işletilmesinden sorumlu olmuştur. Yap-İşlet, Yap-İşlet-Devret ve İşletme-Hakkı-Devri modelleri ile üretim yapan şirketlerden uzun vadeli ikili anlaşmalar dahil toptan elektrik ticareti yapmak üzere TETAŞ kurulmuştur.

2004-2006 yılları arasında TEDAŞ, 2004 yılında belirlenen strateji doğrultusunda dağıtım sektöründe özelleştirmenin uygulanması için bir holding şirketi ve 20 bölgesel iştirak olarak yeniden yapılandırılmıştır. TEDAŞ, Kayseri ve Civarı Elektrik Türk A.Ş. ile birlikte Türkiye 21 dağıtım bölgesine ayrılmıştır. Dağıtım bölgelerinin özelleştirilmesi, 2004 stratejisinde belirlenen 2006 hedefinin aksine ancak 2013 yılında tamamlanabilmiştir.

Dengeleme ve Uzlaştırma Mekanizması ise 2006 yılında kurulmuş ve 2011 yılında Gün Öncesi Piyasası faaliyete geçmiştir. TEİAŞ, Elektrik Piyasası Mali Uzlaştırma Merkezi (PMUM) adlı kurum ile ülkedeki dengeleme ve uzlaştırma mekanizmasını işletmekle görevlendirilmiştir. PMUM, 2015 yılından itibaren TEİAŞ'tan ayrılarak bağımsız bir kuruluş olan EPIAŞ ismiyle faaliyetlerine devam etmektedir.

Mevcut durumda ise EÜAŞ ve TETAŞ, 09.07.2018 tarihinde EÜAŞ çatısı altında birleşmiştir. İletim TEİAŞ'ın sorumluluğu altındadır ve piyasa EPIAŞ tarafından işletilmektedir. Elektrik dağıtım ve perakende hizmetleri ise 21 adet dağıtım şirketi ve 21 adet perakende şirketi olmak üzere ikiye bölünmüştür.

Mevcut durumda Türkiye elektrik piyasası değer zinciri 5 ana başlık altında incelenebilir.



Lisans sahibi tüzel kişiler elektrik üretimi yapma hakkına sahiptirler. Üretimde hem kamuya ait hem de özel şirketler yer almaktadır. EOAS ise kamuya ait üretim santrallerinin sahibi ve işletmecisi konumundadır.

İletim faaliyetleri elektrik enerjisinin 36 kV'yi aşan hatlar üzerinden naklini kapsamaktadır. Ülkedeki iletim faaliyetleri TEİAŞ tarafından yürütülmektedir. TEİAŞ aynı zamanda yan hizmetler ve dengeleme güç piyasalarının işletiminden de TEİAŞ sorumludur. Temmuz 2021 tarihinde yapılan açıklamayla TEİAŞ'ın hisselerinin bir bölümünün halka arz edileceği açıklanmıştır. Şirketin çoğunluk hissesinin kamuya bağlı kalması beklenmektedir.

Toptan satış piyasasında hem özel hem de kamu kuruluşları rol almaktadır. Temmuz 2018'den itibaren EOAS, dağıtım ve görevli tedarik şirketlerine elektrik satmaktan sorumlu devlet kurumu rolünü üstlenmiştir.

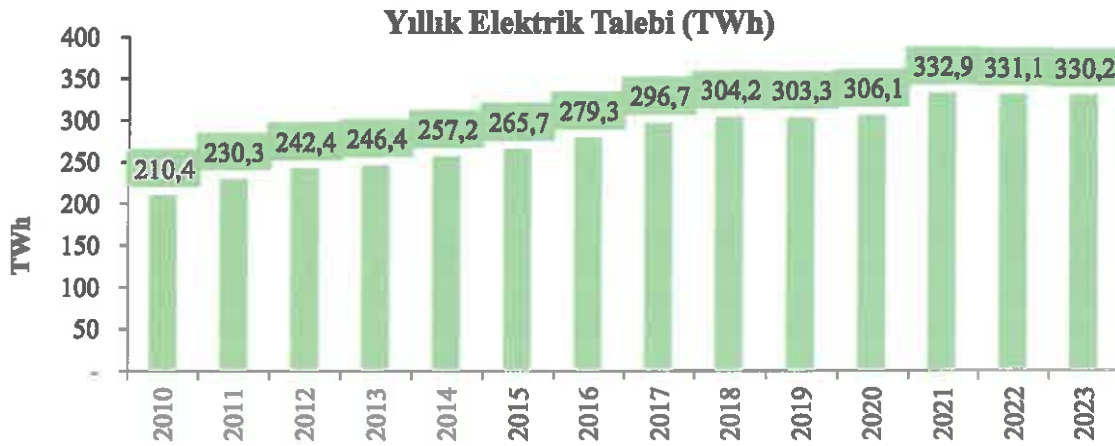
Dağıtım sistemleri, elektriklin 36kV ve altındaki hatlarla taşınması anlamına gelmektedir. 2013 yılından bu yana, bu segment 21 özelleştirilmiş bölgesel dağıtım şirketi tarafından yürütülmektedir. TEDAŞ ile dağıtım şirketleri arasında işletme hakkı sözleşmeleri imzalanmıştır.

Nihai tüketicilere elektrik satışını ifade etmektedir. Perakende lisansı olan şirketler, dağıtım bölgesi kısıtlaması olmaksızın kullanıcılara satış yapabilirler. Yıllık serbest tüketici limitini aşan elektrik tüketimine sahip tüketiciler tedariklerini seçme hakkına sahiptir. Serbest tüketici limiti 2023 yılı itibarı ile yıllık 1.000 kWh olarak belirlenmiştir.

**Kaynak:** PWC, Türkiye Elektrik Piyasasına Genel Bakış, <https://www.pwc.com.tr/tr/sectorler/enerji/turkiye-elektrik-piyasasına-genel-bakis-2023.pdf>

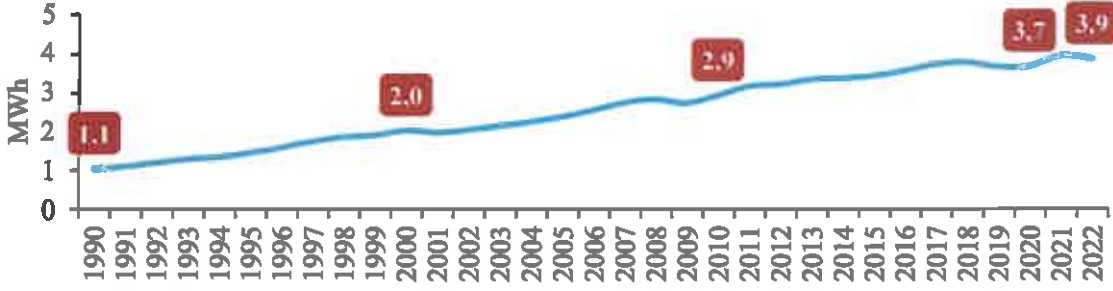
### **Elektrik Talebi**

Türkiye toplam elektrik talebinde son yıllardaki hızlı sanayileşmenin etkisiyle, 2001 yılındaki liberalizasyonu takiben yıllık %4,6'lık bir bileşik büyüme oranına ulaşılmıştır. Bileşik elektrik talebi artışı 2001-2008 yılları arasında %6,6 olarak gerçekleşmiştir. 2009 yılında küresel ekonomik krizin etkisiyle elektrik talebinde %2,0 oranında bir düşüş yaşanmıştır. 2010 ve 2011 yılında elektrik talebinde tekrar bir toparlanma yaşanmış ve bu yıllardaki elektrik talebi artışı sırasıyla %8,4 ve %9,4 olarak gerçekleşmiştir. 2020 yılında Covid-19 pandemisinin talep üzerindeki düşürücü etkisini takiben, 2021 yılında elektrik talebinde güçlü bir toparlanma yaşanmıştır. 2022 yılında, sanayi üretimindeki azalma ve ılıman kış koşullarının etkisiyle elektrik talebi, bir önceki yıla göre düşüş göstermiştir. 2023 yılında ise beklenenden sıcak geçen yazı rağmen, ılıman kış ve 6 Şubat Kahramanmaraş depremi talebin 2022 yılına göre azalmasına sebep olmuştur. 2010-2023 yılları arası elektrik talebinin gelişimi aşağıda gösterilmiştir.



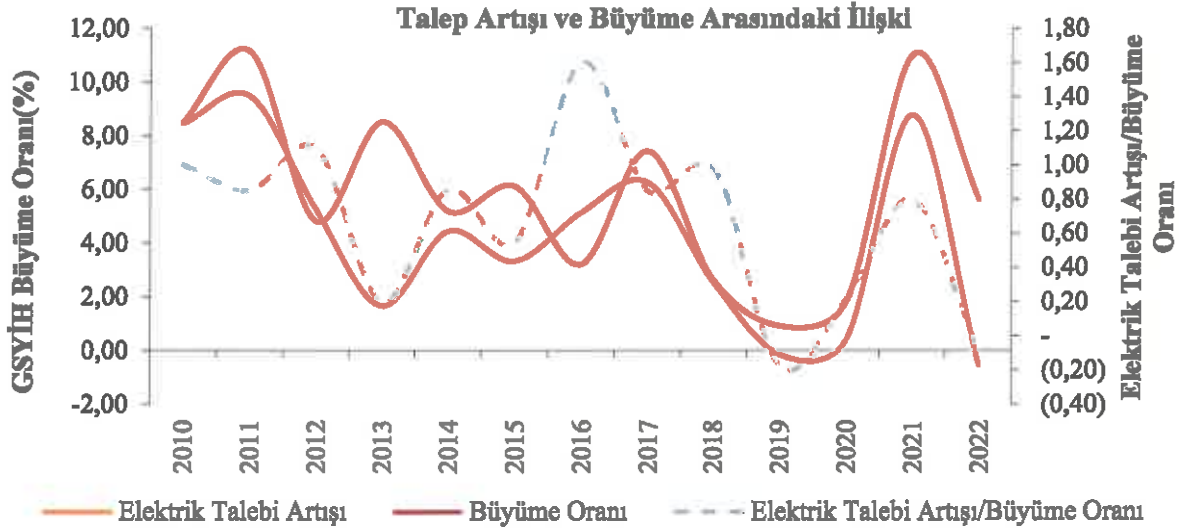
**Kaynak:** TEİAŞ Yük Tevzi Bilgi Sistemi, [https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm\\_istatistikler.jsf](https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm_istatistikler.jsf)

Geçtiğimiz 30 yılda kişi başına düşen elektrik talepte görülen hızlı artışa rağmen, yıllık kişi başına düşen elektrik talebi halen (TÜİK verilerine göre) 3,9 MWh seviyelerindedir. Bu rakam, OECD ortalamasının yaklaşık yarısına denk gelmektedir. Bu durum ülkedeki elektrik talebinde önemli bir büyüme potansiyelinin mevcut olduğuna işaret etmektedir. Ülkedeki kişi başına elektrik tüketiminin gelişimi aşağıda verilmiştir.



Kaynak: Talep bilgisi için: TEİAŞ Yük Tevzi Bilgi Sistemi, [https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm\\_istatistikler.jsf](https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm_istatistikler.jsf), Nüfus bilgisi için: TÜİK, <https://www.tuik.gov.tr/>

Enerji tedariki, ekonomik büyüme ile ilintili olan sanayi sektörü için çok kritik bir ihtiyaçtır. Bu bağlamda, Türkiye'deki elektrik talebinin büyük bir kısmının sanayi sektörü tarafından olması, elektrik talebi ve ekonomik büyüme arasında bir korelasyon olduğuna işaret etmektedir. 2009 yılındaki ekonomik krizin etkisiyle, GSYİH %4,7 seviyesindeki düşüşe paralel olarak elektrik talebinde de %2,0'lik bir düşüş yaşanmıştır. GSYİH ve elektrik talebi 2018-2019 yılları arasındaki ekonomik yavaşlama ile yine paralellik göstermiş ve azalmıştır. 2020 yılında, Covid-19 salgını da ekonomik büyümenin %1,8 ile sınırlı kalmasında önemli rol oynamıştır. 2021 yılında pandemi sürecini takiben ekonomideki toparlanma beklenenden daha hızlı gerçekleşmesiyle GSYİH %11,0 elektrik talebi ise %8,7 oranında artış göstermiştir. Elektrik talebi artışı ve büyüme oranı arasındaki ilişki aşağıda gösterilmiştir.



Kaynak: TEİAŞ Yük Tevzi Bilgi Sistemi, [https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm\\_istatistikler.jsf](https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm_istatistikler.jsf)

Önümüzdeki yıllarda Türkiye'de beklenen ekonomik büyümeyle birlikte elektrik talebinin de hızlı şekilde artmaya devam edeceği tahmin edilmektedir. Ayrıca ülkenin 2053 net sıfır emisyon hedefi kapsamında sanayi, konutlar ve ulaşım gibi sektörlerde elektrik kullanım oranının giderek artması da gerekmektedir ve bu faktör de ilerleyen dönemde talebin artışında önemli bir rol oynayacaktır. Bu konuda yakın dönemde en büyük katkının artan elektrikli araç kullanımı ile ulaşım sektöründen gelmesi beklenmektedir.

#### Türkiye Kurulu Güçü ve Elektrik Üretimi

Türkiye'deki kurulu güç özellikle 2000 ve 2023 yılları arasında önemli artış göstermiştir. 2000 yılında 27,3 GW seviyesinde olan kurulu güç değeri 2023 yılı Kasım ayı itibarıyla 105,9 GW seviyelerine ulaşmıştır. 2000-2023 yılları arasındaki kurulu güç gelişimi kaynak bazlı olarak aşağıda gösterilmiştir. 2023 yılı Eylül ayı itibarıyla, kurulu gücün %44,9'lik kısmı termik, %55,1'lik kısmı ise yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmaktadır. Yenilenebilir enerji kaynakları içerisinde hidroelektrik santralleri, 31.594 MW'lık kurulu güç ile %29,9'luk paya, rüzgâr santralleri 11.609 MW kurulu güç ile %11,0'lık bir paya ve güneş santralleri 10.958 MW'lık kurulu güç ile %10,4'lik bir paya sahiptir. Termik santrallerden doğal gaz santralleri 25.354 MW'lık kurulu güç ile %23,9'luk bir paya sahip olurken, kömür santralleri 21.814 MW kurulu güç ile %20,6'lık bir



paya sahip olmuştur. (Kaynak: Türkiye Elektrik İletim A.Ş., [https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm\\_istatistikler.jsf](https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm_istatistikler.jsf))



Kaynak: TEİAŞ Yük Tevzi Bilgi Sistemi, [https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm\\_istatistikler.jsf](https://ytbsbilgi.teias.gov.tr/ytbsbilgi/frm_istatistikler.jsf)

Türkiye'nin enerji politikasının ana hedefleri arasında uygun fiyatlı enerji sağlamak, enerji güvenliğini artırmak ve piyasadaki liberalizasyon düzeyini yükseltmek bulunmaktadır. Mevcut durumda, Türkiye elektrik üretimi için ithal yakıt kaynaklarına yüksek derecede bağımlıdır. Bu nedenle, ülkenin enerji politikasının ana hedeflerinden biri, dış ticaret açığını azaltma amacıyla elektrik üretiminde yerli kaynakların kullanımını artırmaktır. Yakın zamanda Karadeniz bölgesinde bulunan doğal gaz rezervleri bir kenara bırakılırsa, ülkede linyit dışında önemli miktarda bir fosil kaynak rezervi bulunmaması elektrik üretiminde yerli kaynaklara yönelim açısından linyit kullanımını beraberinde getirmiştir.

Bakanlık tarafından paylaşılan geleceğe yönelik planlarda ise yerli kömür kullanımına devam edileceği belirtilmiş olsa da iklim değişikliği ve karbon fiyatlaması konularındaki beklentiler nedeniyle bunun gerçekleşeceği kuşkuyla durumdur<sup>1</sup>. Diğer bir yandan yenilenebilir enerji kullanımının artırılması Türkiye'nin yabancı enerji kaynaklarına olan bağımlılığının azaltılması konusunda önemli bir rol oynamaktadır. Bu amaç doğrultusunda, YEKDEM ve YEKA gibi yenilenebilir enerji kullanımını destekleyici birçok uygulama hayata geçirilmiştir.

Akkuyu Nükleer Enerji Santrali de ülkedeki yakıt çeşitliliğini artırmaya yönelik bir adımdır. Nükleer yakıt, doğal gaz veya ithal kömür gibi diğer yabancı kaynaklara göre daha az bir maliyete sahiptir.

Türkiye'nin ilk nükleer enerji santrali olması planlanan Akkuyu Nükleer Santrali de arz güvenliği ve karbon salımlarının azaltılması gibi konularda mevcut politikaları destekleyici bir yatırım olacaktır. Her biri 1.200 MW kurulu güce sahip 4 reaktörden oluşacak santralin ilk reaktörünün 2023 yılında devreye alınması planlansa da mevcut ilerlemeye bağlı olarak devreye giriş tarihinde gecikmeler yaşanması muhtemel gözükmektedir.

Santralin üretiminin %50'si 15 yıllık bir süre için 123,5 ABD doları/MWh fiyat üzerinden EÜAŞ tarafından satın alınacaktır<sup>2</sup>. İlk iki ünitenin üretiminin %70'i, üç ve dördüncü ünitelerin üretiminin ise %30'i bu alım garantisine tabii olacaktır. İkinci bir nükleer enerji santralinin ise Sinop'ta kurulması planlanmış olsa da proje konusunda herhangi bir ilerleme sağlanamamıştır ve projenin gelecekteki durumu belirsizliğini korumaktadır. İkinci nükleer enerji santralinin kurulmasına ilişkin hedef 2022 yılı sonunda yayımlanan Enerji Planı'nda da yer almıştır.

#### IV. FİNANSALLAR HAKKINDA BİLGİLER

<sup>1</sup> T.C. Cumhurbaşkanlığı Strateji ve Bütçe Başkanlığı, 12.Kalkınma Planı, Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Ulusal Enerji Planı

<sup>2</sup> Rusya Federasyonu ve Türkiye Cumhuriyeti arasında yapılan Milletlerarası Anlaşma, 2010

Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihli özel bağımsız denetimden geçmiş finansal durum tabloları aşağıdaki gibidir.

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ FİNANSAL DURUM TABLOSU						
VARLIKLAR (bin TL)	31.12.2021	%	31.12.2022	%	31.12.2023	%
<b>Dönen varlıklar:</b>						
Nakit ve nakit benzerleri	25.675	0,15%	175.227	0,62%	207.485	0,74%
Türev araçlar	-	-	181.818	0,65%	149.329	0,53%
Ticari alacaklar	59.409	0,36%	457.534	1,63%	90.243	0,32%
- İlişkili taraflardan ticari alacaklar	3.401	0,02%	398.918	1,42%	82.044	0,29%
- İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	56.008	0,34%	58.616	0,21%	8.199	0,03%
Diğer alacaklar	705	0,00%	104.663	0,37%	1.959	0,01%
- İlişkili taraflardan diğer alacaklar	-	-	104.194	0,37%	13	0,00%
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	705	0,00%	469	0,00%	1.946	0,01%
Peşin ödenmiş giderler	4.951	0,03%	5.441	0,02%	10.312	0,04%
Cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar	-	-	1.320	0,00%	1.677	0,01%
Diğer dönen varlıklar	6.790	0,04%	2.050	0,01%	42.658	0,15%
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>97.530</b>	<b>0,59%</b>	<b>928.053</b>	<b>3,30%</b>	<b>503.663</b>	<b>1,80%</b>
<b>Duran varlıklar</b>						
Diğer alacaklar	-	-	793	0,00%	524	0,00%
- İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	-	-	793	0,00%	524	0,00%
Türev araçlar	-	-	269.506	0,96%	156.951	0,56%
Maddi duran varlıklar	16.477.125	99,03%	26.861.727	95,51%	26.926.584	96,14%
Kullanım hakkı varlıkları	58.515	0,35%	62.991	0,22%	100.117	0,36%
Maddi olmayan duran varlıklar	1.353	0,01%	1.508	0,01%	3.838	0,01%
Peşin ödenmiş giderler	-	-	-	-	215.660	0,77%
Ertelenmiş vergi varlıkları	-	-	-	-	100.876	0,36%
Diğer duran varlıklar	3.163	0,02%	195	0,00%	-	-
<b>Toplam duran varlıklar</b>	<b>16.540.156</b>	<b>99,41%</b>	<b>27.196.720</b>	<b>96,70%</b>	<b>27.504.550</b>	<b>98,20%</b>
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>16.637.686</b>	<b>100%</b>	<b>28.124.773</b>	<b>100%</b>	<b>28.008.213</b>	<b>100%</b>

KAYNAKLAR (bin TL)	31.12.2021	%	31.12.2022	%	31.12.2023	%
<b>Kısa vadeli yükümlülükler:</b>						
Kısa vadeli borçlanmalar	-	-	-	-	592.060	2,11%
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	2.131.813	12,81%	2.319.640	8,25%	2.267.860	8,10%
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	7.727	0,05%	9.114	0,03%	10.075	0,04%
Türev araçlardan borçlar	116.558	0,70%	-	-	-	-
Ticari borçlar	107.478	0,65%	620.539	2,21%	229.001	0,82%
- İlişkili taraflara ticari borçlar	11.168	0,07%	-	-	11.015	0,04%
- İlişkili olmayan taraflara ticari borçlar	96.310	0,58%	620.539	2,21%	217.986	0,78%
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	2.594	0,02%	427	0,00%	6.061	0,02%
Diğer borçlar	672.603	4,04%	12.851	0,05%	184.611	0,66%
- İlişkili taraflara diğer borçlar	672.603	4,04%	12.851	0,05%	174.087	0,62%
- İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	-	-	-	-	10.524	0,04%
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	-	-	624	0,00%
Kısa vadeli karşılıklar	5.535	0,03%	6.384	0,02%	6.116	0,02%
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	2.991	0,02%	4.835	0,02%	5.276	0,02%
- Diğer kısa vadeli karşılıklar	2.544	0,02%	1.549	0,01%	840	0,00%
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	32.852	0,20%	45.825	0,16%	61.953	0,22%
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>3.077.160</b>	<b>18,50%</b>	<b>3.014.780</b>	<b>10,72%</b>	<b>3.358.361</b>	<b>11,99%</b>
<b>Uzun vadeli yükümlülükler:</b>						
Uzun vadeli borçlanmalar	11.324.939	68,07%	7.950.580	28,27%	6.782.707	24,22%
Kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükler	35.861	0,22%	29.344	0,10%	30.138	0,11%
Türev araçlardan borçlar	85.848	0,52%	-	-	-	-
Uzun vadeli karşılıklar	7.236	0,04%	25.968	0,09%	25.960	0,09%
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	7.236	0,04%	25.968	0,09%	25.960	0,09%
Ertelenmiş vergi yükümlülükleri	2.288.057	13,75%	4.840.642	17,21%	898.990	3,21%
<b>Toplam uzun vadeli yükümlülükler</b>	<b>13.741.941</b>	<b>82,60%</b>	<b>12.846.534</b>	<b>45,68%</b>	<b>7.737.795</b>	<b>27,63%</b>
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>16.819.101</b>	<b>101,09%</b>	<b>15.861.314</b>	<b>56,40%</b>	<b>11.096.156</b>	<b>39,62%</b>
<b>ÖZKAYNAKLAR</b>						
Ödenmiş sermaye	1.044.536	6,28%	1.044.536	3,71%	1.618.014	5,78%
Sermaye düzeltme farkları	3.623.737	21,78%	3.623.679	12,88%	3.680.768	13,14%
Ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisi	-	-	9.017	0,03%	-	-
Paylara ilişkin primler	126.031	0,76%	126.031	0,45%	126.031	0,45%
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı giderler						
- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme kazançları	-	-	8.787.004	31,24%	11.373.135	40,61%
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	-	-	(17.030)	-0,06%	(23.356)	-0,08%
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler						
- Nakit akış riskinden korunma kazançları / (kayıpları)	(161.925)	-0,97%	203.659	0,72%	(29.049)	-0,10%
Geçmiş yıllar zararları	(995.871)	-5,99%	(4.798.332)	-17,06%	(1.117.452)	-3,99%
Dönem net zararı	(3.802.461)	-22,85%	3.289.822	11,70%	1.286.238	4,59%
Ana ortaklık payları	(166.011)	-1,00%	12.268.386	43,62%	16.914.329	60,39%
Kontrol gücü olmayan paylar	(15.404)	-0,09%	(4.927)	-0,02%	(2.272)	-0,01%
<b>Toplam özkaynaklar</b>	<b>(181.415)</b>	<b>-1,09%</b>	<b>12.263.459</b>	<b>43,60%</b>	<b>16.912.057</b>	<b>60,38%</b>
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>16.637.686</b>	<b>100,00%</b>	<b>28.124.773</b>	<b>100,00%</b>	<b>28.008.213</b>	<b>100,00%</b>

### TMS 29 Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama

Şirket, KGK tarafından 23 Kasım 2023 tarihinde yapılan duyuru ve yayınlanan “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama Hakkında Uygulama Rehberi”ne istinaden 31.12.2023 tarihli ve aynı tarihte sona eren yıla ilişkin konsolide finansal tablolarını TMS 29 “Yüksek Enflasyonlu Ekonomilerde Finansal Raporlama” Standardını uygulayarak hazırlamıştır. Söz konusu standart uyarınca, yüksek enflasyonlu bir ekonomiye ait para birimi esas alınarak hazırlanan finansal tablolar, bu para biriminin bilanço tarihindeki satın alma gücünde hazırlanır ve önceki dönem finansal tablolar da karşılaştırma amacıyla raporlama dönemi sonundaki cari ölçüm birimi cinsinden ifade edilir. Şirket bu nedenle, 31.12.2022 ve 31.12.2021 tarihli konsolide finansal tablolarını da, 31.12.2023 tarihi itibarıyla satın alma gücü esasına göre sunmuştur.

SPK'nın 28.12.2023 tarih ve 81/1820 sayılı kararı uyarınca, Türkiye Muhasebe/Finansal Raporlama Standartlarını uygulayan finansal raporlama düzenlemelerine tabi ihraççılar ile sermaye piyasası kurumlarının, 31.12.2023 tarihi itibarıyla sona eren hesap dönemlerine ait yıllık finansal raporlarından başlamak üzere TMS 29 hükümlerini uygulamak suretiyle enflasyon muhasebesi uygulamasına karar verilmiştir.

TMS 29 uyarınca yapılan yeniden düzenlemeler, Türkiye İstatistik Kurumu (“TÜİK”) tarafından yayınlanan Türkiye'deki Tüketici Fiyat Endeksi'nden (“TÜFE”) elde edilen düzeltme katsayısı kullanılarak yapılmıştır.

### Dönen Varlıklar:

Şirket'in dönen varlıkları nakit ve nakit benzerleri, ticari ve diğer alacaklar, türev araçlar, peşin ödenmiş giderler, cari dönem vergisiyle ilgili varlıklar ve diğer dönen varlıklardan oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in dönen varlıkları 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 97.530 bin TL, 928.053 bin TL, 503.663 bin TL tutarındadır.

Şirket'in dönen varlıklarındaki 31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri arasındaki artış oranı %852, 31.12.2023 ve 31.12.2022 tarihleri arasındaki azalış oranı ise %46'dır.

31.12.2021 ile 31.12.2022 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim ve 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri arasındaki dönen varlıklardaki değişim başlıca nakit ve nakit benzerleri, ticari ve diğer alacaklar ve diğer dönen varlıklardaki değişimden kaynaklanmaktadır.

### Nakit ve Nakit Benzerleri

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla Şirket'in sırasıyla nakit ve nakit benzerleri 25.675 bin TL, 175.227 bin TL ve 207.485 bin TL tutarındadır.

31.12.2021 itibarıyla, Şirket'in nakit ve nakit benzerleri 25.675 bin TL iken %582 artışla, 31.12.2022 itibarıyla 175.227 bin TL'ye yükselmiştir, 31.12.2023 itibarıyla ise %18 artışla 207.485 bin TL'ye yükselmiştir.

Söz konusu dönemler itibarıyla nakit ve nakit benzerlerindeki değişim ciro artışına/azalışına paralel olarak elektrik enerjisi gelirlerinden elde edilen tutarlardan kalan bakiyeleri içermektedir.

2021 yılından sonra ABD Doları kurundaki yükselişin devam etmesi ve PTF ve azami uzlaştırma fiyatlarındaki yükseliş elektrik enerjisi gelirlerine olumlu yansımış olup; 2022 yılında elektrik üretimi 2021 yılına göre %50 artış göstermiştir ve paralelinde nakit ve nakit benzerleri bakiyelerinde artış meydana gelmiştir.

31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla, proje finansmanı kredilerinin teminatı amacıyla kreditor bankalar lehine tesis edilen hesap rehinleri haricinde, Şirket'in banka hesapları üzerinde herhangi bir kısıt bulunmamaktadır.

### Ticari Alacaklar

Ticari alacakların toplamı 2021 yıl sonunda toplam varlıkların %0.36'sını, 2022 yıl sonunda toplam varlıkların %1.63'ünü, 2023 yıl sonunda toplam varlıkların %0.32'sini oluşturmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in ilişkili taraflardan ticari alacakları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 3.401 bin TL, 398.918 bin TL ve 82.044 bin TL tutarındadır.

Şirket'in 31.12.2021 itibarıyla ilişkili taraflardan ticari alacakları 3.401 bin TL iken %11629 artışla, 31.12.2022 itibarıyla 398.918 TL'ye yükselmiştir, 31.12.2023 itibarıyla %79 azalışla 82.044 TL'ye düşmüştür.

31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla Şirket'in ilişkili taraflardan ticari alacaklarının tamamı elektrik satışlarından kaynaklı ticari alacaklardan oluşmaktadır. Söz konusu tutarlar İçtaş İnşaat ve IC Elektrik Toptan şirketlerinden gelmektedir. IC Elektrik Toptan, Şirket bünyesindeki Santrallerde üretilen elektrik enerjisinin toptan satışı ve doğrudan serbest tüketicilere satışı ile ithalat ve ihracatının yapılması amacıyla kurulmuştur. 11.09.2022 tarihinde, IC İçtaş Elektrik Toptan Satış ve Ticaret Anonim Şirketi, IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. ile birleşmiş ve lisansı IC İçtaş İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. adına tadil edilmiştir.İlgili alacaklar ticari nitelikte olup IC Grup Şirketleri'nin birbirine kestiği elektrik satışı ve dengesizlik faturalarından kaynaklanmaktadır.

Elektrik satış hacmine ve hasılatına oranla Şirket'in ticari alacaklarındaki değişim özellikle 2022 yılsonunda kendisini göstermiş olup, ilişkili taraflardan ticari alacaklarda artış meydana gelmiştir. 31.12.2021 ve 31.12.2022 arasındaki değişim grup firmaları arasındaki ticari nitelikte olan elektrik satışlarındaki piyasa takas fiyatına dayalı birim satış fiyat artışlarından kaynaklanmaktadır. 31.12.2021 ve 31.12.2022 arasındaki değişim ise Şirket'in ilişkili taraflardan olan ticari alacaklarının yüksek oranda tahsilatından kaynaklıdır.

Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan ticari alacakları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 56.008 bin TL, 58.616 bin TL ve 8.199 bin TL tutarındadır. Şirket'in ilişkili olmayan taraflardan ticari alacakları 31.12.2021 itibarıyla 56.008 bin TL iken %5 azalışla, 31.12.2022 itibarıyla 58.616 bin TL'ye, 31.12.2023 itibarıyla %86 azalışla 8.199 bin TL'ye düşmüştür.

#### **Duran Varlıklar:**

Şirket'in duran varlıkları, diğer alacaklar, peşin ödenmiş giderler, türev araçlar, maddi duran varlıklar, maddi olmayan duran varlıklar, kullanım hakkı varlıkları, ertelenmiş vergi varlıkları ve diğer duran varlıklar kalemlerinden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in duran varlıkları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 16.540.156 bin TL, 27.196.720 bin TL ve 27.504.550 bin TL tutarındadır.

Şirket'in duran varlıklarındaki 31.12.2021 ile 31.12.2022 tarihleri arasındaki artış oranı %64 iken, 31.12.2022 ile 31.12.2023 tarihleri arasındaki artış oranı %1 olarak gerçekleşmiştir.

31.12.2021 ve 31.12.2022 tarihleri arasındaki duran varlıklardaki değişim esaslı olarak maddi duran varlıklardaki yeniden değerlemeden kaynaklanmaktadır.

Şirket, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde herhangi bir uzun vadeli ticari alacak kaydetmemiştir.

#### **Maddi Duran Varlıklar**

Şirket'in maddi duran varlıkları; arazi ve arsalar, binalar ve yer üstü düzenleri, tesis makine ve cihazlar, taşıtlar, demirbaşlar, diğer maddi duran varlıklar ve yapılmakta olan yatırımlardan meydana gelmektedir. Maddi duran varlıklar içinde en büyük payı binalar ve yer üstü düzenleri ile tesis, makine ve cihazlar oluşturmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in maddi duran varlıkları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 16.477.125 bin TL, 26.861.727 bin TL ve 26.926.584 bin TL tutarındadır.

31.12.2021 itibarıyla, Şirket'in maddi duran varlıkları 16.477.125 bin TL iken %63 artışla, 31.12.2022 itibarıyla 26.861.727 bin TL'ye yükselmiştir, 31.12.2023 itibarıyla ise %0.24 artışla 26.926.584 bin TL'ye yükselmiştir. 31.12.2021 ve 31.12.2022 arasındaki duran varlıklardaki değişimin büyük kısmı değerlendirme artışından kaynaklanmaktadır.

Şirket yeniden değerlendirme modelini 31.12.2022 tarihi itibarıyla muhasebe politikası olarak seçmiştir. 2022 yılsonunda Santraller'e ilişkin yeniden değerlendirme yaptırılmış olup, 31.12.2022 tarihi itibarıyla Şirket'in değerlemeye konu HES'lerin defter değerine pozitif yönde 10.983.967 bin TL yeniden değerlendirme etkisi olmuştur. 31.12.2023 tarihinde ise yeniden değerlemeye konu HES'lerin defter değerindeki net kayıp 553.905 bin TL olmuştur.



Şirket'in kısa vadeli yükümlülükleri kısa vadeli yükümlülükler, uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları, kiralama işlemlerinden kaynaklı yükümlülükler, türev araçlardan borçlar, ticari borçlar, çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar, kısa vadeli karşılıklar ve diğer borçlar ve yükümlülüklerden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in kısa vadeli yabancı yükümlülükleri 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 3.077.160 bin TL, 3.014.780 bin TL ve 3.358.361 bin TL tutarındadır.

Şirket'in kısa vadeli yükümlülüklerindeki 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri arasındaki değişim oranları sırasıyla, -%2 ve %11'dir.

#### ***Kısa vadeli borçlanmalar***

Şirket'in Kısa vadeli borçlanmaları, 31.12.2023 tarihi itibarıyla İçtaş Güneş'in proje finansman kredisini içermektedir. İlgili kalem 31.12.2023 tarihi itibarıyla 592.060 bin TL tutarındadır.

#### ***Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları***

Şirket'in uzun vadeli borçlanmalarının kısa vadeli kısımları, banka kredilerinden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in uzun vadeli borçlanmalarının kısa vadeli kısımları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 2.131.813 bin TL, 2.319.640 bin TL ve 2.267.860 bin TL tutarındadır.

Şirket'in 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla banka kredilerinde sırasıyla %9 artış ve %2 azalış meydana gelmiştir.

#### ***Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler***

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 7.727 bin TL, 9.114 bin TL ve 10.075 bin TL tutarındadır.

Şirket'in kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülüklerinde 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla bir önceki yıla göre %18 ve %11 değişim meydana gelmiştir.

#### ***Ticari Borçlar***

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in ticari borçları, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 107.478 bin TL, 620.539 bin TL ve 229.001 bin TL tutarındadır.

Şirket'in 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla ticari borçlarda sırasıyla %477 ve -%63 oranlarında değişiklik meydana gelmiştir.

31.12.2022'de ticari borçlarda meydana gelen %477'lik artışın nedeni; EPDK'ya iade edilmesi gereken destek ücreti borcuyla ilgilidir. EPDK'nın 12.01.2023 tarihli 11574-24 sayılı kararına göre, Nisan - Eylül 2022 dönemi için Şirket'in bağlı ortaklığı İçtaş Yenilenebilir tarafından iade edilmesi gereken destek ücreti borcu tutarına ilişkin bir yükümlülük oluşmuştur. Bu yükümlülüğün 19.01.2023 tarihinde yapılan protokol ile son taksit ödeme tarihi 18.12.2023 olacak şekilde 12 taksitte ödenmesi kararlaştırılmıştır.

31.12.2023'te ticari borçlarda meydana gelen %63'lük azalışın nedeni ise ilgili EPDK borcunun taksitlerinin ödenmesinden kaynaklıdır.

#### ***Uzun Vadeli Yükümlülükler:***

Şirket'in uzun vadeli yükümlülükleri uzun vadeli banka kredileri, kiralama işlemlerinden kaynaklı yükümlülükler, türev araçlardan borçlar, uzun vadeli karşılıklar, ertelenmiş vergi yükümlülüğü ve diğer borçlardan oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in uzun vadeli yabancı yükümlülükleri 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 13.741.941 bin TL, 12.846.534 bin TL ve 8.747.272 bin TL tutarındadır.

Şirket'in uzun vadeli yükümlülüklerine ilişkin 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri arasındaki azalış oranı %7 ve %32'dir.

### Uzun Vadeli Borçlanmalar

Uzun vadeli borçlanmalar banka kredilerinden oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in uzun vadeli borçlanmaları 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 11.324.939 bin TL, 7.950.580 bin TL ve 6.782.707 bin TL tutarında olup, dönemler arasında sırasıyla %30 ve %15 azalış meydana gelmiştir.

### Kiralama İşlemlerinden Kaynaklanan Yükümlülükler

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in uzun vadeli kiralama işlemlerinden kaynaklanan yükümlülükleri, 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihleri itibarıyla sırasıyla 35.861 bin TL, 29.344 bin TL ve 30.138 bin TL tutarında olup, dönemler arasında sırasıyla -%18 ve %3 değişim meydana gelmiştir. Değişimlerin sebebi yıllık ödemeleri yapılan orman arazi izin bedellerindeki değişimlerdir.

### Özkaynaklar

Şirket'in özkaynakları ödenmiş sermaye, sermaye düzeltme farkları, paylara ilişkin primler, maddi duran varlık yeniden değerlendirme kazançları, tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları, nakit akış riskinden korunma kazanç/kayıpları, geçmiş yıllar zararları ve dönem net kar/zararları ve ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisinden oluşmaktadır.

Paylara ilişkin primlerde 2021 yılından itibaren artış/(azalış)'a rastlanmamıştır. Ortak kontrole tabi işletme birleşmelerinin etkisinde 31.12.2022 tarihinde artış yaşamıştır. Şirket'in bağlı ortakları İçtaş Yenilenebilir ve İçtaş Güneş'tir. Şirket, 27.05.2019 tarihinde İçtaş Yenilenebilir'i ve 21.03.2023 tarihinde de İçtaş Güneş'in paylarını devralmıştır. Söz konusu işlemler KGK tarafından yayımlanan 2018-1 sayılı TFRS'lerin uygulanmasına yönelik ilke kararına göre ortak kontrole tabi işletme birleşmeleri kapsamında değerlendirilmiştir.

Geçmiş yıllar zararları ve Dönem Net Karı/(Zararı) kalemi; Şirket'in tüm alım ve satımlarına ilişkin kar/zararlarının netini içermektedir.

### Kontrol Gücü Olmayan Paylara Ait Açıklamalar:

Kontrol gücü olmayan paylar, bağlı ortaklıkların net varlıklarında ve faaliyet sonuçlarında ana ortaklık dışı hissedarların payları, ara dönem konsolide bilanço ve kar veya zarar tablosunda "Kontrol gücü olmayan paylar" olarak gösterilmektedir.

Şirket'in bağlı ortaklığı Trabzon Enerji'nin %97,42'sine Şirket sahiptir. %2,58 oranında kontrol gücü olmayan pay bulunmaktadır.

BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ KAR VEYA ZARAR VE DİĞER KAPSAMLI GELİR TABLOLARI			
KAR VEYA ZARAR (31.12.2023 alım gücü ile bin TL)	01.01.2021 -	01.01.2022 -	01.01.2023 -
	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>
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)
<b>Esas faaliyet karı</b>	<b>735.066</b>	<b>2.087.566</b>	<b>1.166.296</b>
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	6.766	14.131	26.022
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	(192)	(8.365)	(9.412)
<b>Finansman geliri / (gideri) öncesi faaliyet karı</b>	<b>741.640</b>	<b>2.093.332</b>	<b>1.182.906</b>
Finansman gelirleri	91.558	188.512	548.332
Finansman giderleri (-)	(8.185.536)	(4.819.306)	(5.714.879)
<b>Parasal kazanç</b>	<b>3.743.913</b>	<b>6.098.104</b>	<b>4.814.992</b>

<b>Sürdürülen faaliyetler vergi öncesi dönem karı / (zararı)</b>	<b>(3.608.425)</b>	<b>3.560.642</b>	<b>831.351</b>
Dönem vergi gideri (-)	-	-	(624)
Ertelenmiş vergi gideri	(201.104)	(267.026)	453.815)
<b>Dönem net karı / (zararı)</b>	<b>(3.809.529)</b>	<b>3.293.616</b>	<b>1.284.542</b>
<b>Net dönem karı / (zararı) dağılımı:</b>			
Ana ortaklık payları	(3.802.461)	3.289.822	1.286.238
Kontrol gücü olmayan paylar	(7.068)	3.794	(1.696)
	<b>(3.809.529)</b>	<b>3.293.616</b>	<b>1.284.542</b>
<b>Pay başına kayıp (TL)</b>	<b>(3,64)</b>	<b>3,15</b>	<b>0,97</b>
<b>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler</b>			
- Maddi duran varlık yeniden değerlendirme kazançları	-	10.992.175	(544.493)
- Tanımlanmış fayda planları yeniden ölçüm kayıpları	-	(21.354)	(8.431)
- Ertelenmiş vergi geliri / (gideri)	-	(2.194.164)	3.528.115
<b>Kar veya zararda yeniden sınıflandırılacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler veya giderler</b>			
- Nakit akış riskinden korunma kazançları / (kayıpları)	452.540	456.979	(293.306)
- Ertelenmiş vergi gideri	(90.508)	(91.395)	60.598
<b>Toplam kapsamlı gelir / (gider)</b>	<b>(3.447.497)</b>	<b>12.435.857</b>	<b>4.027.025</b>
<b>Toplam kapsamlı gelir / (gider) dağılımı:</b>			
Ana ortaklık payları	(3.440.429)	12.425.380	4.024.393
Kontrol gücü olmayan paylar	(7.068)	10.477	2.632

## Hasılat

Şirket'in hasılatının tamamı, elektrik satışlarından elde edilen gelirleri (YEKDEM kapsamında ve YEKDEM dışındaki kaynaklardan elde edilen gelirler dahil olmak üzere) kapsamaktadır.

31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar itibarıyla Şirket üretmiş olduğu elektriğin sırasıyla %65, %54 ve %11'ünü YEKDEM kapsamında satmıştır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in hasılatı 2021 yılında 1.688.224 bin TL iken 2022 yılında %87 oranında artış göstererek 3.157.017 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %9 oranında azalış göstererek 2.888.491 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Hidroelektrik üretimi öncelikle havzalardaki hidrolojik koşullardan etkilenmektedir. Kullanılabilirlik, iç tüketim, su verimliliği vb. diğer parametreler olsa da bu parametreler büyük ölçüde dahili olarak kontrol edilebilir ve optimize edilebilir hâldedir. Bu nedenle Şirket'in herhangi bir takvim yılındaki üretim performansı, yıldan yıla değişiklik gösteren hidroloji ile ilişkilidir. Türkiye'de her 6-8 yılda bir ortaya çıkan, çok kurak bir yıl olarak da kategorize edilebilen, çok yıllık bir hidrolojik döngü gözlenmektedir. Son yirmi yılda üç döngü yaşanmıştır (2001-2007, 2008-2013 ve 2014-2020). Bu döngü içerisinde, 2021 yılı kurak bir yıl olmuş ve yeni bir hidrolojik döngünün başlangıcı olarak not edilmiştir.

Şirket'in 2021 yılında maruz kalmış olduğu zayıf hidroloji koşulları nedeniyle elektrik üretimi, düşük olmuştur. Bu durum Şirket'in finansal performansına da yansımıştır. 2022 yılının ilk çeyreğindeki yağış hacimleri ve geçmiş veriler dikkate alındığında, 2022 yılı, hidroloji açısından iyi bir yıl olmuştur. Üretim tarafındaki olumlu görünümün yanı sıra piyasa fiyatlarında da yükseliş bulunmaktadır. Yüksek enerji emtiası fiyatlarının (doğalgaz, ithal kömür gibi), Türk Lirası'nın değer kaybının, taleplerdeki toparlanmanın ve sınırlı rezerv kapasitesinin etkisiyle, fiyatlar en belirgin şekilde 2021'in 4. çeyreğinden itibaren yükselmeye başlamıştır. Ancak bu fiyat artışının, yüksek üretim sezonu olan Nisan - Haziran döneminden sonra gerçekleşmesi nedeniyle Şirket'in 2021 yılı finansal performansına yansımamıştır.

Şirket, ticari santralleri olan Kadıncık-1 HES, Kadıncık-2 HES ve Yukarı Mercan HES için 2022 ilk çeyreğinde yüksek enerji fiyatlarından istifade etmiştir. 01.04.2022 tarihinden itibaren geçici olarak 1.200 TL/MWh azami



uzlaştırma fiyatı getirilmesine rağmen; piyasa fiyatları hem nominal hem de reel olarak önceki yıllara göre yüksek seyretmiştir. Güçlü üretim hacimleriyle birleştirildiğinde, yüksek enerji fiyatları, ek olarak döviz kurlarındaki yükselişler de gelir akışlarını önemli ölçüde iyileştirmiştir.

Şirket'in 2023 yılına tesisler özelinde bakıldığında 31.12.2022 ile 31.12.2023 arasındaki farklarda Üçharmanlar ile birlikte özellikle Kadıncık-1 ve Kadıncık-2 HES'de negatif yönlü yüksek oranlı bir düşüş görülmektedir. Kadıncık santrallerinin bulunduğu Doğu Akdeniz havzasına su hidrolojisi açısından bir önceki yıla göre daha az bir suyun gelmesi sonucu üretim miktarında düşüş olmuştur. Bu santrallerde emreamadelik oranları (yani arızasız hazır durumda bekleme) 31.12.2022 yılı değerleri Kadıncık-1 : %100, Kadıncık-2: %99,96 olmakla beraber 31.12.2023 yılı değerleri : Kadıncık-1 : %100, Kadıncık-2: %99,96 şeklinde olmuştur. Uzun süreli bir duruş kaynaklı üretim kaybı yaşanması gibi bir durum söz konusu olmayıp sadece hidroloji (üretim çevrilmek için kullanılan suyun) azlığı nedeniyle bir önceki yıla göre üretim düşük olmuştur. Diğer tesislerdeki fazlalıkta aksi ölçüde hidrolojik olarak daha fazla su gelmesine bağlı pozitif yönde bir üretim fazlalığı elde edilmiştir.

Aynı dönemlerde gerçekleşen net üretim miktarları (GWh) ve 31.12.2023 alım gücü ile elektrik satış gelirleri, aşağıdaki tabloda verilmiştir:

Finansal tablo dönemleri (*)	31.12.2021	31.12.2022	31.12.2023
Net elektrik üretimi (GWh)	850,3	1.270,90	1.195,00
Elektrik satış gelirleri (bin TL)	1.688.224	3.157.017	2.888.491

(\*)29.03.2021 tarihinde Yap İşlet Devret kontrat süresinin sona ermesi ile ETKB'ye devredilmiş olan Girlevik II Mercan HES'in elektrik üretim ve satış tutarları da dahildir.

#### Satışların Maliyeti

Satışların maliyeti, elektrik piyasası giderleri, personel giderleri, amortisman giderleri ve diğer genel üretim giderlerini kapsamaktadır. Aşağıdaki tabloda Şirket'in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllara ilişkin maliyetlerinin detayları yer almaktadır.

Satışların maliyeti (31.12.2023 alım gücü ile, bin TL)	01.01- 31.12.2021	01.01- 31.12.2022	01.01- 31.12.2023
Amortisman giderleri ve itfa payları	(616.967)	(618.188)	(1.118.830)
Elektrik piyasası giderleri	(160.765)	(232.798)	(291.656)
Personel giderleri	(70.770)	(67.907)	(91.076)
Bakım ve onarım giderleri	(7.769)	(6.511)	(32.360)
Sigorta giderleri	(10.486)	(13.621)	(30.113)
Güvenlik giderleri	(14.956)	(14.656)	(20.645)
Dışardan alınan elektrik maliyeti	(5.083)	-	-
Diğer	(4.912)	(9.325)	(8.872)
	<b>(891.708)</b>	<b>(963.006)</b>	<b>(1.593.556)</b>

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in maliyetleri 2021 yılında 891.708 bin TL iken 2022 yılında %8 oranında artış göstererek 963.006 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise 2022 yılına göre %65 oranında artış göstererek 1.593.552 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

Şirket'in operasyonel harcamaları çoğunlukla düzenlenmiş bir yapıya sahiptir. Elektrik piyasası giderleri üretim hacimlerine bağlıdır. Dolayısıyla satışların maliyeti yıllara göre üretim hacimleriyle paralel olarak artış ve azalış göstermektedir. Bu bağlamda elektrik piyasası giderleri 2021 yılında elektrik üretimlerinin azalması sebebiyle azalış gösterirken, 2022 yılında üretim miktarındaki yükselişten dolayı artış göstermektedir.

Şirket'in, HES'lerine ait binalar, yeraltı ve yerüstü düzenleri ve tesis, makine ve cihazları 31.12.2022 tarihinden itibaren SPK lisansına sahip bağımsız bir değerlendirme şirketi tarafından yeniden değerlendirilmiştir. 31.12.2022'den sonraki dönemlerde yeniden değerlendirilen bu maddi duran varlıkların amortisman giderlerinde artış olmuştur.

**Genel Yönetim Giderleri**

Şirket'in genel yönetim giderleri, personel giderleri, vergi, resim, harç giderleri, danışmanlık giderleri, amortisman giderleri ve itfa payları, dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetler ve diğer giderlerden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde; Şirket'in genel yönetim giderleri, 2021 yılında 74.925 bin TL iken 2022 yılında %33 oranında azalış göstererek 50.119 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılında genel yönetim giderlerindeki azalışın en önemli sebebi dışarıdan sağlanan fayda ve hizmetlerdeki %70 oranındaki azalıştır.

Şirket'in genel yönetim giderleri, 2023 yılında ise %1 azalış göstererek 49.467 bin TL olarak gerçekleşmiştir.

**Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler**

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, esas faaliyetlerden diğer gelirler 31.12.2021, 31.12.2022, 31.12.2023, tarihlerinde sırasıyla 16.766 bin TL, 7.360 bin TL ve 549 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Esas faaliyetlerden diğer gelirler 2022 ve 2023 yılları bir önceki yıla göre sırasıyla %56 ve %93 oranında azalmıştır. 2021 yılında esas faaliyetlerden diğer gelirlerin ana kaynağı 15.639 bin TL tutarında tahakkuk eden sigorta hasar tazmin gelirleri olurken, 2022 yılında esas faaliyetlerden diğer gelirlerin ana kaynağı 6.743 bin TL ile silinen ticari borçlara ilişkin gelirdir.

**Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler**

Esas faaliyetlerden diğer giderler, gecikme faizi giderleri, esas faaliyetlerden kur farkı giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in esas faaliyetlerden diğer giderleri, 2021 yılında 3.291 bin TL iken 2022 yılında %1835 oranında artış göstererek 63.686 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2023 yılında ise %25 oranında artış göstererek 79.725 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki artışı oluşturan en önemli kalem ise gecikme faizi giderleridir.

2023 yılındaki artışı oluşturan en önemli kalem ise kur farkı giderleridir. Kur farkı giderleri Şirket'in geçerli para biriminden farklı para biriminde ticari varlık/yükümlülüklerinin, geçerli para birimi karşısında değer kazanması / kaybetmesi nedeniyle oluşan gelirlerdir.

EPDK'nın 12.01.2023 tarihli kararına göre Şirket'in iade etmesi gereken destek ücreti borcu tutarına ilişkin oluşan yükümlülükle ilgili olarak 2022 yılında 50.235 bin TL, 31.12.2023 tarihi itibarıyla ise 49.919 bin TL gecikme faizi gideri oluşmuştur.

**Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler**

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirleri, sabit kıymet satış karlarından ve faiz gelirlerinden oluşmaktadır. Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirleri, 2021 yılında 6.766 bin TL iken 2022 yılında %109 oranında artış göstererek 14.131 bin TL olarak gerçekleşmiştir

Şirket'in yatırım faaliyetlerinden gelirleri, 2023 yılında ise %84 oranında artış göstererek 26.022 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 ve 2023 yıllarındaki artışların temel nedeni faiz gelirlerindeki artıştır. Faiz gelirlerindeki artış ise faiz oranlarındaki değişim ve Şirket'in ilgili dönemlerdeki vadeli mevduat hesapları tutarlarına ilişkindir.

**Finansman Gelirleri**

Finansman Gelirleri (31.12.2023 alım gücü ile, bin TL)	01.01- 31.12.2021	01.01- 31.12.2022	01.01- 31.12.2023
Kur farkı gelirleri	91.558	100.085	229.842
Türev işlemlerden gelirler	-	26.833	318.489
İlişkili taraflardan faiz gelirleri	-	61.594	-
<b>Toplam</b>	<b>91.558</b>	<b>188.512</b>	<b>548.332</b>

Şirket'in finansman gelirleri, kur farkı gelirleri, türev işlemlerden kaynaklanan gelirler, ilişkili taraflardan faiz gelirleri ve diğer gelirlerden oluşmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in finansman gelirleri, 2021 yılında 91.558 bin TL iken 2022 yılında %106 oranında artış göstererek 188.512 bin TL olarak gerçekleşmiştir. 2022 yılındaki bu artışın

sebebi temel olarak kur farkı gelirlerindeki artış ile türev işlem gelirleri ve ilişkili taraf faiz gelirlerinden kaynaklanmaktadır.

Kur farkı gelirleri Şirket'in geçerli para biriminden farklı para biriminde varlık / yükümlülüklerinin, geçerli para birimi karşısında değer kazanması / kaybetmesi nedeniyle oluşan gelirlerdir. Kur farkı gelirlerindeki artış / azalışın ana sebebi ise ilgili dönemlerde kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır.

2022 yılında türev işlemlere ilişkin gelir oluşmuştur. Bu gelirin temel sebebi ise ilgili dönemlerde Şirket lehine oluşan faiz oranlarındaki değişimdir. 2022 yılında ilişkili taraflara faiz gelirlerinde artış gerçekleşmiştir. Bunun sebebi ise ticari alacaklarla ilgili vade farkı ve gecikmelere ilişkin gelirlerdir.

Şirket'in finansman gelirleri, 2022 yılında 188.512 bin TL iken 2023 yılında %191 oranında artış göstererek 548.332 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışın temel sebebi kur farkı gelirlerindeki değişimden kaynaklanmaktadır. Kur farkı gelirlerindeki artışın ana sebebi ise ilgili dönemlerde kurdaki değişimler Şirket'in dönem içerisinde sahip olduğu yabancı para banka hesaplarından kaynaklanmaktadır.

Artışı etkileyen bir diğer gelir kalemi ise türev işlemlerden kaynaklanan gelirlerdeki artıştır. Artışın temel sebebi ise türev işlemler kapsamında ilgili dönemlerde Şirket lehine oluşan faiz oranlarındaki değişimden kaynaklanmaktadır.

#### Finansman Giderleri

Finansman Giderleri (31.12.2023 alım gücü ile, bin TL)	01.01- 31.12.2021	01.01- 31.12.2022	01.01- 31.12.2023
Kur farkı giderleri	(6.962.421)	(3.683.734)	(4.269.247)
Banka kredileri faiz ve komisyon giderleri	(1.041.058)	(1.046.148)	(1.422.719)
Kiralama yükümlülükleri faiz giderleri	(8.653)	(6.175)	(6.747)
Türev işlemlerden giderler	(134.034)	(59.246)	-
İlişkili taraflara faiz giderleri	(26.690)	(12.480)	(1.537)
Diğer	(12.680)	(11.523)	(14.629)
<b>Toplam</b>	<b>(8.185.536)</b>	<b>(4.819.306)</b>	<b>(5.714.879)</b>

Şirket'in finansman giderleri, kur farkı giderleri, banka kredileri faiz ve komisyon giderleri, kiralama işlemlerinden kaynaklanan faiz giderleri, türev işlemlerden giderler, ilişkili taraflara faiz giderleri ve diğer giderlerden oluşmaktadır.

Kur farkı giderleri Şirket'in geçerli para biriminden farklı para biriminde finansal varlık / yükümlülüklerinin, geçerli para birimi karşısında değer kazanması / kaybetmesi nedeniyle oluşan giderlerdir. Kur farkı giderlerindeki artışın ana sebebi ise ilgili dönemlerde kurdaki değişimden kaynaklanmaktadır.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket'in finansman giderleri, 2021 yılında 8.185.536 bin TL iken 2022 yılında %41 oranında azalış göstererek 4.819.306 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Azalıştaki en büyük etken kur farkı giderlerindeki azalıştan kaynaklanmaktadır. Finansman giderleri 2023 yılında ise %19 oranında artış göstererek 5.714.879 bin TL olarak gerçekleşmiştir. Artışı etkileyen en temel gider kalemleri kur farkı giderleri ve banka faiz ve komisyon giderlerindeki artıştır. Faiz giderlerindeki artışın sebebi de yabancı para bazı faiz giderlerinin kurdaki değişimden etkilenmesidir.

#### Parasal Kazanç

Enflasyonun Şirket'in cari dönemdeki net parasal yükümlülük pozisyonu üzerindeki etkisi, konsolide gelir tablosunda net parasal pozisyon kazancı hesabına kaydedilmiştir.

Parasal kayıp/kazanç, parasal aktif ile parasal pasifler arasındaki farktır. Bu fark, belirli bir dönem boyunca parasal değerleri elde bulundurmaktan kaynaklanan kayıp/kazanç verir. Net parasal pozisyon karı/zararı, enflasyondan kaynaklanan kazanç/kayıp demektir.

Parasal kazanç veya kayıp (monetary gain/loss) ifadesi için başka terimler de kullanılmaktadır. Satınalma gücü kazancı veya kaybı (purchasing power gain/ loss), net parasal pozisyon kazanç veya kaybı (gain or loss on net monetary position) bunlardan bazılarıdır.

UMS 29 tanımına göre parasal kayıp/kazanç aşağıdaki gibidir:

“Enflasyon döneminde parasal (monetary) borçlarından daha fazla parasal varlık bulunduran işletmeler satınalma gücü kaybına uğrar. Parasal borçları parasal varlıklardan çok olan işletmeler ise satınalma gücü kazancı sağlarlar.” Tanımdan da anlaşılacağı üzere enflasyon düzeltmesinin amacı, mali tablonun ait olduğu tarihteki satın alma gücü cinsinden hesaplanmasıdır.

İlgili etkinin hesaplaması için Şirket’in parasal ve parasal olmayan kalemlerin ayrıştırılması gerekmektedir. Sonrasında parasal olmayan kalemlerinin satın alma tarihleri veya varsa aktife transfer tarihleri tespit edilmelidir. Bu işlemler tamamlandıktan sonra ilgili dönemin endeksine getirilerek parasal kayıp/kazanç kalemine gidecek etki hesaplanmaktadır.

Şirket’in 2021 yılında 3.743.913 bin TL parasal kazanç bulunurken 2022 yılında 6.098.104 bin TL parasal kazanç bulunmaktadır. 2023 yılında ise 4.814.992 bin TL parasal kazanç bulunmaktadır.

#### **Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)**

Ertelenmiş vergi gelir / giderleri TFRS’ye göre hazırlanan finansal tablolar ile Şirket’in yasal kayıtları arasındaki geçici farklardan kaynaklanan gelir ve giderlerin değişik raporlama dönemlerinde vergilendirilmesinden kaynaklanmaktadır. Bu geçici farkların çoğu da türev işlemlerden, amortisman ve itfa paylarına ilişkin düzeltmelerden ve kur farkına ilişkin düzeltmelerden kaynaklanmaktadır.

Şirket’in ertelenmiş vergi oranı tüm uzun vadeli geçici farklar için 31.12.2023 tarihi öncesine kadar %20, kısa vadeli için ise bir sonraki dönemin kurumlar vergisi oranı dikkate alınmıştır. 31.12.2023 itibarıyla geçici farklar üzerinden uygulanmış oran %25’tir.

Tüm dönemler 31.12.2023 alım gücüne getirildiğinde, Şirket’in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 yılları itibarıyla sırasıyla 201.104 bin TL, ve 267.026 bin TL ertelenmiş vergi gideri, 453.815 bin TL ertelenmiş vergi geliri olmuştur.

#### **Dönem Net Zararı**

Yukarıda açıklanan etkenlerin bir sonucu olarak, 2021 yılı net dönem zararı 3.809.529 bin TL iken 2022 yılında net dönem karı 3.293.616 bin TL olarak kaydedilmiştir. 2023 yılında ise net dönem karı %61 oranında azalarak 1.284.542 bin TL olarak kaydedilmiştir.

Aşağıdaki tabloda Şirket’in 31.12.2021, 31.12.2022 ve 31.12.2023 tarihlerinde sona eren yıllar için brüt kar marjı, esas faaliyet kar marjı, net kar marjı, FAVÖK ve FAVÖK kar marjı hesaplamaları verilmiştir.

<b>FAVÖK Hesaplaması (bin TL)</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>
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>
Genel Yönetim Giderleri (-)	74.925	50.119	49.467
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>721.591</b>	<b>2.143.892</b>	<b>1.245.472</b>
Amortisman	618.687	620.181	1.121.099
<b>FAVÖK</b>	<b>1.340.278</b>	<b>2.764.073</b>	<b>2.366.571</b>

	<b>31.12.2021</b>	<b>31.12.2022</b>	<b>31.12.2023</b>
Brüt Kar Marjı	47,2%	69,5%	44,8%
Esas Faaliyet Kar Marjı	42,7%	67,9%	43,1%
FAVÖK Marjı	79,4%	87,6%	81,9%
Net Kar Marjı	-225,7%	104,3%	44,5%

## V. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

IC Enterra'nın pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla hazırlanan işbu fiyat tespit raporunda UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen aşağıdaki değerlendirme yöntemleri değerlendirilmiştir.

- Maliyet Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı: Piyasa Çarpanları Analizi
  - Borsa İstanbul'da Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
  - Uluslararası Piyasalarda Oluşan Piyasa Çarpanları Analizi
- Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA")

### Maliyet Yaklaşımı

UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri madde 60.1. uyarınca, maliyet yaklaşımı, bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

UDS 200 İşletmeler ve İşletmelerdeki Paylar madde 70.1'de de belirtildiği üzere, maliyet yaklaşımı, işletmelerin ve işletmelerdeki payların değerlendirilmesinde nadiren uygulanmaktadır.

Şirket'in faaliyetlerinin belirli süreli olduğunun düşünülmesinden ötürü maliyet yaklaşımı değerlendirme kapsamında kullanılmamıştır.

### Piyasa Çarpanları Analizi (Pazar Yaklaşımı)

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 tablolarındaki 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.

Firma Değeri/FAVÖK hesaplamasında, şirketlerin cari hisse fiyatları ile sermayesindeki toplam hisse adedi çarpılarak piyasa değeri bulunmuş, en güncel tarihli bilançolarında yer alan net borç veya net nakit pozisyonları hesaplanarak firma değerleri bulunmuş ve şirketlerin en güncel tarihli finansal tablolarındaki FAVÖK verileri kullanılarak Firma Değeri/FAVÖK çarpanları elde edilmiştir.

**Firma Değeri = Piyasa Değeri + Net Borç Pozisyonu**

**Piyasa Değeri = Hisse Fiyatı x Şirketin Sermayesini Oluşturan Hisse Adedi**

**Net Finansal Borç = Kısa ve Uzun Vadeli Finansal Borçlar – Nakit ve Nakit Benzerleri**

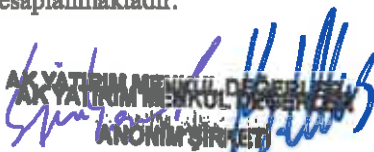
**FAVÖK = Faiz, Vergi, Amortisman Öncesi Kâr ("FAVÖK")**

**FD/FAVÖK = Firma Değeri/FAVÖK**

### İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Şirketlerin faaliyetlerinin gelecekte yaratacağı nakit akımlarının makul bir oran ile günümüze indirgenmesi temeline dayanan bir değerlendirme yöntemidir. Şirketin gelecek yıllardaki operasyonel ve finansal verilerine ilişkin tahminlere göre değerlendirilmektedir.

Projeksiyon dönemi nakit akımları, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti ile indirgindikten sonra bulunan toplam değer şirketin Firma Değeri'dir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borç yollarıyla sağladığı finansman kaynak ile yaratılan toplam değeri ifade etmektedir. Firma Değeri'nden, net finansal borcun düşülmesiyle Özsermaye Değeri hesaplanmaktadır.

  
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.  
ANONİM ŞİRKETİ



**VI. DEĞERLEME ANALİZİ**

**A. IC Enterra'nın Mevcut Faaliyetlerine İlişkin Değerleme**

- a. Benzer Şirketlerin Piyasa Çarpanları Analizi  
i. Borsa İstanbul'da İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpanları Analizi

Yurt içi benzer şirketler kapsamında, Borsa İstanbul'un BİST Elektrik ("XBLKLT") endeksinde yer alan 30 şirket incelenmiştir. Bu şirketlerden sekiz tanesi, faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı ve yedi tanesinin kurulu gücünün tamamı veya önemli bir kısmı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır. Geriye kalan 15 şirketin kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde bu şirketler dikkate alınmıştır. Nihai çarpan ortalaması hesaplanmasında dikkate alınmayan şirketler, aşağıdaki tabloda kırmızı yazı ile belirtilmiştir.

ŞİRKET	AÇIKLAMA
Ablatçı Doğal Gaz Değitim Enerji ve Yatırım A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Akenerji Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücünün önemli bir kısmı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Akfen Yenilenebilir Enerji A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 699 MW olup, kurulu gücünün %32,7'si HES, %49,9'u RES ve %17,3'ü GES'ten oluşmaktadır.
Aksa Enerji Üretim A.Ş.	Kurulu gücünün önemli bir kısmı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Aksu Enerji ve Ticaret A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 47 MW olup, kurulu gücünün %84'ü Hidro ve %16'sı Güneş enerjisinden oluşmaktadır.
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Aydem Yenilenebilir Enerji A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 1.180 MW olup, kurulu gücünün %73'ü HES, %7'si GES, %19'u RES ve %1'i JES enerjiden oluşmaktadır.
Ayen Enerji A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 410 MW olup, kurulu gücünün %68'i Hidro ve %22'si Rüzgar enerjisinden oluşmaktadır.
Biotrend Çevre ve Enerji Yatırımları A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 118 MW olup, kurulu gücünün tamamı biyogaz ve biyokütle tesislerinden oluşmaktadır.
Consus Enerji İşletmeciliği ve Hizmetleri A.Ş.	Kurulu gücünün önemli bir kısmı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
CW Enerji Mühendislik Ticaret ve Sanayi A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Çan2 Termik A.Ş.	Kurulu gücünün tamamı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Çates Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücünün tamamı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Doğu Aras Enerji Yatırımları A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLERİ  
ANONİM ŞİRKETİ

Enerjisa Enerji A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Enerya Enerji A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 118 MW GES'lerden oluşan Margün Enerji'nin %76 oranında pay sahibidir.
Galata Wind Enerji A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 269 MW olup, kurulu gücünün %87'si RES ve %13'ü GES'ten oluşmaktadır.
Hün Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 93 MW olup, kurulumun gücünün %72'si GES, kalan ise 2 adet biyokütle santralinden oluşmaktadır.
İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücünün tamamı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Kartal Yenilenebilir Enerji Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 53 MW olan GES'lerden oluşmaktadır.
Margün Enerji Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 118 MW olan GES'lerden oluşmaktadır.
Naturel Yenilenebilir Enerji Ticaret A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Şirket ayrıca yenilenebilir enerji ve özellikle rüzgâr ve güneş enerjileri üretimi, mühendislik ve taahhüt firmasıdır. Şirket'in %70 pay sahibi olduğu Esenboğa Elektrik Üretim A.Ş.'nin toplam kurulu gücü 118 MW olan GES'leri bulunmaktadır.
Naturel/gaz Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Odaş Elektrik Üretim Sanayi Ticaret A.Ş.	Kurulu gücünün tamamı yenilenebilir olmayan enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Pamel Yenilenebilir Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. 6,946 MW ve 7,49 MW olmak üzere toplam 14,44 MW kurulu güce sahip 2 HES'i bulunmaktadır. Ayrıca %100 pay sahibi olduğu Sun Enerji'nin toplam 4,0 MW kurulu güce sahip GES'leri bulunmaktadır.
Tatlıpınar Enerji Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Tamamı RES'lerden oluşan ve yönetiminde söz sahibi olduğu işletmedeki kurulu gücü 125 MW olan portföye sahiptir.
Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri Araştırma Geliştirme Üretim Sanayi ve Ticaret A.Ş.	Faaliyet konusu elektrik üretimi olmadığı için çarpan analizinde dikkate alınmamıştır.
Zedur Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	Kurulu gücü yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için dikkate alınmıştır. Toplam kurulu gücü 16,2 MW olup bunun 12,2 MW'a tekabül eden %75'i GES'lerden, 4 MW'a tekabül eden %25'i ise HES'ten oluşmaktadır.
Zorlu Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	Hasılatının ve FAVÖK'ünün önemli bir kısmı yenilenebilir enerji kaynaklarına dayalı olduğu için çarpan analizinde dikkate alınmıştır. 991 MW büyüklüğündeki toplam kurulu gücünün %61'i yenilenebilir kaynaklara dayanırken, Türkiye'deki kurulu gücünün ise %85'i yenilenebilir enerji kaynaklarından oluşmaktadır. Toplam kurulu gücünün 643 MW'ı Türkiye'de, 292 MW'ı İsrail ve Filistin'de, 56 MW'ı ise Pakistan'da bulunmaktadır. Türkiye'de, 119 MW güce sahip 7 HES, 135 MW güce sahip 1 RES, 305 MW güce sahip 4 JES ve 84 MW güce sahip 2 doğal gaz yakıtlı termik santrali bulunmaktadır.

**AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ**

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	
Hün 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	
Pamnel 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	
Zedür 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	
<b>ORTALAMA</b>											10,17

Kaynak: Borsa İstanbul, Ak Yatırım

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ANONİM ŞİRKETİ**



**ii. 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 hesaplamasına 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	Net Finansal	Firma Değeri	FAVÖK	Firma Değeri / FAVÖK
		(23 Şubat 2024)	Borç	(milyon USD)	(01.10.2022 – 30.09.2023)	
		(milyon USD)	(30 Eylül 2023)	(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
GEPIEC 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
<b>ORTALAMA</b>						<b>11,25</b>

Kaynak: Capital IQ



**iii. 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
<b>Brüt Kar</b>	<b>1.183.760</b>
Genel Yönetim Giderleri (-)	32.763
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1.150.997</b>
Amortisman	513.643
<b>FAVÖK</b>	<b>1.664.640</b>
Son Bir Yıllık Merkez Bankası Amerikan Doları Satış Kuru Ortalaması	21,24
<b>FAVÖK (bin USD)</b>	<b>78.381</b>

(Son Bir Yıl = 1 Ekim 2022 İla 30 Eylül 2023 arasındaki bir yıllık dönem)

Yurt İçi benzer şirketler İle 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 Değerinİn Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı İle 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	
<b>IC Enterra'nın Firma Değeri</b>	<b>C = A x B</b>	<b>797.137</b>	<b>881.789</b>

**b. IC Enterra'nin 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.

İNA analizinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

**Tablo: Makroekonomik Veriler**

Makro Veriler	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T+
ABD Enflasyonu	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%

Kaynak: Şirket tahminleri

Şirket'in mevcut santrallerinden; Kadıncık-1 ve Kadıncık-2 HES'in 2065 yılı içerisinde, Bağıştaş HES'in 2057 yılı içerisinde, Çileklitepe HES'in 2059 yılı içerisinde, Üçharmanlar HES'in 2057 yılı içerisinde, Niksar HES'in 2055 yılı içerisinde, Yukarı Mercan HES'in 2054 yılı içerisinde, Kemerçayır HES ve Üçanlar HES'in 2056 yılı içerisinde lisans süresinin bitmesiyle faaliyetlerini tamamlaması planlanmaktadır.

Projeksiyon döneminde YEKA kapsamında faaliyete alınması planlanan Erzin GES'in 2024'ün ikinci yarısından itibaren 2053 yıl sonuna kadar faaliyet göstermesi planlanmaktadır.

Projeksiyon döneminde, Hibrit santral kapsamında faaliyete alınması planlanan, 61 MWm gücündeki Bağıştaş GES'in ÇED süreci ve mühendislik çalışmaları tamamlanmıştır. Ancak, ihtiyatlı olmak adına, Bağıştaş GES projesi projeksiyon döneminde değerlendirilmesine alınmamıştır.

2024 yılında, Çileklitepe dışındaki tüm santraller spot piyasadan satış yapmakta olup, Çileklitepe YEKDEM tarifesinden faydalanmaktadır.

Santrallere ilişkin bilgiler aşağıdaki tabloda özetlenmiştir.

Üretim Şirketi	Santral Adı	Konum	Kurulu Güç (MWo)	Tipi	YEKDEM Tarifesi (\$/MWh)	YEKDEM Bitiş Tarihi	Lisans Alınma Tarihi	Lisans Bitiş Tarihi
İçtaş Yenilenebilir	Yukarı Mercan HES	Erzincan	14,00	Kanal	73,0	31.12.2015	20.09.2012	28.04.2054
	Niksar HES	Tokat	40,16	Kanal	73,0	31.12.2022	11.11.2009	20.09.2055
	Üçharmanlar HES	Trabzon	16,64	Kanal	73,0	31.12.2023	25.04.2008	25.04.2057
	Bağıştaş-1 HES	Erzincan	140,62	Rezervuarlı	73,0	31.12.2025	2.03.2017	14.02.2057
	Çileklitepe HES	Giresun	23,13	Kanal	73,0	31.12.2025	19.09.2011	13.10.2059
	Kadıncık-1 HES	Mersin	70,00	Kanal	-	-	15.07.2016	15.07.2065
	Kadıncık-2 HES	Mersin	56,00	Kanal	-	-	15.07.2016	15.07.2065
Trabzon Enerji	Kemerçayır HES	Trabzon	15,50	Kanal	73,0	31.12.2023	17.08.2007	17.08.2056
	Üçanlar HES	Trabzon	11,94	Kanal	73,0	31.12.2023	17.08.2007	17.08.2056

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

**Üretim:** Santrallerin üretim miktarları tahmin edilirken, 2024 yılından 2043 yılına kadar Aplus'ın rakamları kullanılmıştır. 2043 yılından itibaren projeksiyon dönemi boyunca, Aplus çalışmasında olduğu gibi, üretim miktarları makine ve ekipmanların eskime payları hesaba katılarak yıl bazında azaltılmıştır. Elektrik üretim miktarları her bir lisanslı santral için lisans tarihinin sonuna kadar öngörülmüştür.

Aplus çalışmasında, toplam üretim tahmini ve üretim profilinin tahmin edilmesinde geçmiş gerçekleşen üretim verilerden yararlanılmıştır. Aşağıda yer alan hidroelektrik santralleri için geçmiş yılların saatlik üretim profilleri kullanılmış, barajlı santraller içinse aylık üretim profillerinden yararlanılmış ve ay içindeki üretim tahmini için saatlik PTF değerlerine göre bir optimizasyon uygulanmıştır.

Yukarı Mercan HES, Uçharmanlar HES, Niksar HES, Çileklitepe HES, Kemerçayır HES ve Uçhanlar HES akarsu hidroelektrik santralleri olarak sınıflandırılmaktadır. Aplus çalışmasında, akarsu santrallerinin üretimleri için geçmiş hidroloji trendleri ve iklim değişikliğinin olası etkileri göz önüne alınarak yıllık %0,3 seviyesinde bir degradasyon uygulanmıştır.

Bağıştaş 1 HES, Kadıncık 1 HES ve Kadıncık 2 HES'ten oluşan 3 barajlı santralin gelir tahmini için ise farklı bir yöntem izlenmiştir. Bu santraller su tutma kabiliyetleri nedeniyle üretimlerini hangi saatlerde yapacaklarına karar verebilmekte ve daha yüksek fiyat oluşan saatlerde çalışmayı tercih etmektedirler. Bu nedenle bu santrallerin üretimi saatlik PTF değerlerine göre optimize edilmiştir.

Aşağıdaki tabloda 2021, 2022 ve 2023 yıllarında santral bazında gerçekleşen üretim (MWh) bilgileri yer almaktadır. Projeksiyon dönemi için APlus'ın üretim öngörülleri dikkate alınmıştır.

ÜRETİM (MWh)	2021G	2022G	2023G	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Bağıştaş 1 HES	307.489	411.898	506.125	427.827	426.890	426.890	426.891	427.827	426.891	426.891	426.891
Kadıncık I HES	178.242	291.946	175.254	293.162	292.288	292.288	292.284	293.158	292.284	292.284	292.284
Kadıncık II HES	131.832	226.696	126.731	227.573	226.855	226.856	226.855	227.573	226.855	226.855	226.855
Niksar HES	90.561	161.248	196.701	180.032	178.643	178.107	177.572	177.881	176.508	175.979	175.451
Çileklitepe HES	33.884	48.568	57.510	47.571	47.216	47.074	46.933	47.003	46.652	46.512	46.372
Uçharmanlar HES	29.416	35.775	32.929	35.698	35.477	35.370	35.264	35.271	35.053	34.948	34.843
Kemerçayır HES	22.294	30.134	30.549	30.268	30.108	30.018	29.928	29.906	29.749	29.660	29.571
Yukarı Mercan HES	35.657	42.952	45.629	47.557	47.338	47.196	47.054	46.989	46.773	46.632	46.492
Uçhanlar HES	17.700	21.717	23.627	23.344	23.216	23.147	23.077	23.065	22.939	22.870	22.801
<b>Toplam</b>	<b>847.074</b>	<b>1.270.933</b>	<b>1.195.054</b>	<b>1.313.031</b>	<b>1.308.031</b>	<b>1.306.946</b>	<b>1.305.859</b>	<b>1.308.673</b>	<b>1.303.703</b>	<b>1.302.630</b>	<b>1.301.560</b>

ÜRETİM (MWh)	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T
Bağıştaş 1 HES	427.827	426.891	426.891	426.891	427.827	426.891	426.891	426.891	427.827	426.891	426.891
Kadıncık I HES	293.158	292.284	292.284	292.284	293.158	292.284	292.284	292.284	293.158	292.284	292.284
Kadıncık II HES	227.573	226.855	226.855	226.855	227.573	226.855	226.855	226.855	227.573	226.855	226.855
Niksar HES	175.756	174.400	173.877	173.355	173.657	172.316	171.800	171.284	171.582	170.258	169.747
Çileklitepe HES	46.441	46.094	45.956	45.818	45.886	45.544	45.407	45.271	45.338	45.000	44.865
Uçharmanlar HES	34.850	34.634	34.530	34.427	34.434	34.220	34.118	34.015	34.022	33.812	33.710
Kemerçayır HES	29.549	29.393	29.305	29.217	29.196	29.042	28.955	28.868	28.847	28.695	28.609
Yukarı Mercan HES	46.427	46.214	46.075	45.937	45.873	45.662	45.525	45.388	45.325	45.116	44.981
Uçhanlar HES	22.789	22.665	22.597	22.529	22.517	22.394	22.327	22.260	22.248	22.127	22.060
<b>Toplam</b>	<b>1.304.371</b>	<b>1.299.430</b>	<b>1.298.370</b>	<b>1.297.313</b>	<b>1.300.120</b>	<b>1.295.208</b>	<b>1.294.161</b>	<b>1.293.116</b>	<b>1.295.920</b>	<b>1.291.037</b>	<b>1.290.002</b>

*Eğilim*  
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

ÜRETİM (MWh)	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Bağıştaş I HES	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891	426.891
Kadıncık I HES	292.284	292.284	292.283	292.283	292.283	292.283	292.283	292.282	292.282	292.282	292.282
Kadıncık II HES	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855
Niksar HES	169.238	168.757	168.277	167.799	167.322	166.846	166.372	165.899	165.428	164.958	164.489
Çileklitepe HES	44.730	44.603	44.476	44.350	44.224	44.098	43.973	43.848	43.723	43.599	43.475
Üçarmanlar HES	33.609	33.514	33.418	33.323	33.229	33.134	33.040	32.946	32.852	32.759	32.666
Kemerçayır HES	28.523	28.442	28.361	28.281	28.200	28.120	28.040	27.961	27.881	27.802	27.723
Yukarı Mercan HES	44.846	44.718	44.591	44.465	44.338	44.212	44.087	43.961	43.836	43.712	43.587
Üçanlar HES	21.994	21.931	21.869	21.807	21.745	21.683	21.622	21.560	21.499	21.438	21.377
<b>Toplam</b>	<b>1.288.970</b>	<b>1.287.995</b>	<b>1.287.023</b>	<b>1.286.053</b>	<b>1.285.087</b>	<b>1.284.123</b>	<b>1.283.162</b>	<b>1.282.203</b>	<b>1.281.248</b>	<b>1.280.295</b>	<b>1.279.344</b>

ÜRETİM (MWh)	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T
Bağıştaş I HES	426.891	426.891	426.891	52.630	0	0	0	0	0	0	0
Kadıncık I HES	292.281	292.281	292.281	292.281	292.281	292.280	292.280	292.280	292.280	292.279	292.279
Kadıncık II HES	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855	226.855
Niksar HES	164.021	116.837	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Çileklitepe HES	43.351	43.228	43.105	42.983	42.861	33.232	0	0	0	0	0
Üçarmanlar HES	32.573	32.481	32.388	10.826	0	0	0	0	0	0	0
Kemerçayır HES	27.644	27.566	17.068	0	0	0	0	0	0	0	0
Yukarı Mercan HES	14.091	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Üçanlar HES	21.316	21.255	13.161	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam</b>	<b>1.249.024</b>	<b>1.187.394</b>	<b>1.051.749</b>	<b>625.575</b>	<b>561.996</b>	<b>552.367</b>	<b>519.135</b>	<b>519.135</b>	<b>519.135</b>	<b>519.134</b>	<b>519.134</b>

### **Aplus 2024-2043 Elektrik Fiyatı Beklentileri:**

Aplus Enerji, IC Enterra'ya bağlı 9 hidroelektrik enerji santrali için fiyat beklentilerine ilişkin çalışma yürütmüştür.

Çalışmada öncelikle 2 uzun dönemli fiyat tahmini senaryosu oluşturulmuş ve bu senaryolar kapsamında 2024-2043 arası dönem için bir piyasa takas fiyatı (PTF) tahmini yürütülmüştür. Çalışmanın ikinci aşaması olarak, santraller için saatlik bazda bir üretim profili tahmini oluşturulmuş ve bu tahminin yardımıyla her bir santral ve her senaryo için santrallerin ortalama satış fiyatı tahmin edilmiştir.

2043 yılsonuna kadar, spot elektrik fiyatının hesaplamasında, yukarıda ifade edilen metodoloji doğrultusunda, Aplus beklentileri dikkate alınmıştır. 2044 yılından itibaren, spot elektrik fiyatı, Aplus'ın %2,0 ABD enflasyonu tahminiyle santrallerin lisans süresine kadar ileriye taşınmıştır.

Elektrik Fiyatı (USD/MWh)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Bağıştaş I HES	102,0	102,5	99,3	96,8	98,1	96,0	93,7	92,7	95,4
Kadıncık I HES	99,3	100,2	97,0	95,1	96,7	94,6	92,3	91,9	94,6
Kadıncık II HES	99,3	100,2	97,0	95,1	96,7	94,6	92,3	91,9	94,6
Niksar HES	95,8	95,8	93,3	91,7	92,7	90,9	88,6	88,7	91,5
Çileklitepe HES	73,0	96,0	92,9	91,5	92,9	91,7	89,4	89,7	92,2
Üçarmanlar HES	93,7	95,5	92,9	91,3	92,6	91,4	89,1	89,2	91,8
Kemerçayır HES	92,9	95,1	92,4	91,0	92,4	91,5	89,4	89,4	91,9
Yukarı Mercan HES	94,5	95,2	92,8	91,3	92,5	91,1	89,1	88,9	91,5
Üçanlar HES	93,0	95,2	92,5	91,1	92,4	91,5	89,3	89,4	91,9



Elektrik Fiyatı (USD/MWh)	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Bağıştaş 1 HES	98,7	100,4	104,2	106,4	109,3	112,4	116,2	122,6	129,0	132,7	135,7
Kadıncık I HES	97,9	99,3	103,1	104,8	107,2	109,9	112,5	118,5	123,7	127,0	130,0
Kadıncık II HES	97,9	99,4	103,2	104,9	107,3	110,1	112,8	118,8	124,1	127,4	130,4
Niksar HES	94,8	96,0	99,3	100,5	101,7	103,6	105,4	109,6	114,2	116,6	118,9
Çileklitepe HES	95,6	97,0	100,3	100,9	102,1	104,5	105,1	109,2	112,9	115,3	116,8
Üçarmanlar HES	95,2	96,4	99,5	99,8	100,8	102,9	103,3	107,4	110,8	113,1	114,5
Kemerçayır HES	95,3	96,5	99,6	99,5	100,3	102,4	102,3	106,4	109,4	111,8	112,8
Yukarı Mercan HES	94,8	96,0	99,0	99,6	100,2	101,8	102,7	106,8	110,5	112,6	114,2
Üçanlar HES	95,2	96,5	99,6	99,6	100,4	102,5	102,5	106,6	109,7	112,0	113,2

Elektrik Fiyatı (USD/MWh)	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T
Bağıştaş 1 HES	138,5	141,2	144,1	146,9	149,9	152,9	155,9	159,1	162,2	165,5	168,8
Kadıncık I HES	132,6	135,2	137,9	140,7	143,5	146,4	149,3	152,3	155,3	158,4	161,6
Kadıncık II HES	133,0	135,6	138,4	141,1	143,9	146,8	149,8	152,8	155,8	158,9	162,1
Niksar HES	121,3	123,7	126,2	128,7	131,3	133,9	136,6	139,3	142,1	145,0	147,9
Çileklitepe HES	119,2	121,5	124,0	126,5	129,0	131,6	134,2	136,9	139,6	142,4	145,3
Üçarmanlar HES	116,8	119,1	121,5	123,9	126,4	129,0	131,5	134,2	136,8	139,6	142,4
Kemerçayır HES	115,0	117,3	119,7	122,1	124,5	127,0	129,6	132,1	134,8	137,5	140,2
Yukarı Mercan HES	116,5	118,8	121,2	123,7	126,1	128,6	131,2	133,8	136,5	139,3	142,0
Üçanlar HES	115,4	117,8	120,1	122,5	125,0	127,5	130,0	132,6	135,3	138,0	140,7

Elektrik Fiyatı (USD/MWh)	2055T	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Bağıştaş 1 HES	172,2	175,6	179,1	182,7	186,4	190,1	193,9	197,8	201,7	205,8	209,9
Kadıncık I HES	164,8	168,1	171,5	174,9	178,4	182,0	185,6	189,3	193,1	197,0	200,9
Kadıncık II HES	165,3	168,7	172,0	175,5	179,0	182,6	186,2	189,9	193,7	197,6	201,6
Niksar HES	150,8	153,9	156,9	160,1	163,3	166,5	169,9	173,3	176,7	180,3	183,9
Çileklitepe HES	148,2	151,1	154,1	157,2	160,4	163,6	166,9	170,2	173,6	177,1	180,6
Üçarmanlar HES	145,2	148,1	151,1	154,1	157,2	160,3	163,5	166,8	170,1	173,6	177,0
Kemerçayır HES	143,0	145,9	148,8	151,8	154,8	157,9	161,1	164,3	167,6	170,9	174,4
Yukarı Mercan HES	144,9	147,8	150,7	153,7	156,8	160,0	163,2	166,4	169,7	173,1	176,6
Üçanlar HES	143,5	146,4	149,3	152,3	155,4	158,5	161,7	164,9	168,2	171,5	175,0

Kaynak: Aplus Tahminleri

**Satışlar:** IC Enterra'nın iş modeli ve Aplus'ın üretim ve satış tahminleri çerçevesinde ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır.

Aplus'ın elektrik üretim ve elektrik satış fiyatı varsayımları doğrultusunda öngörülen elektrik hasılatı aşağıdaki gibidir:

Elektrik Hasılatı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Bağıştaş 1 HES	43.634	43.772	42.404	41.314	41.986	40.968	39.991	39.555	40.798
Kadıncık I HES	29.107	29.278	28.349	27.791	28.335	27.645	26.986	26.853	27.728
Kadıncık II HES	22.607	22.731	22.008	21.576	22.014	21.459	20.941	20.842	21.523
Niksar HES	17.247	17.118	16.623	16.278	16.487	16.043	15.595	15.558	16.074
Çileklitepe HES	3.473	4.532	4.371	4.296	4.365	4.279	4.156	4.159	4.280
Üçarmanlar HES	3.345	3.387	3.285	3.220	3.266	3.203	3.115	3.108	3.200
Kemerçayır HES	2.811	2.864	2.774	2.724	2.763	2.722	2.650	2.644	2.716
Yukarı Mercan HES	4.494	4.505	4.379	4.295	4.346	4.263	4.153	4.133	4.248
Üçanlar HES	2.172	2.211	2.141	2.102	2.132	2.099	2.042	2.039	2.095
<b>Toplam</b>	<b>128.889</b>	<b>130.397</b>	<b>126.333</b>	<b>123.596</b>	<b>125.695</b>	<b>122.680</b>	<b>119.630</b>	<b>118.890</b>	<b>122.664</b>

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
ANONİM ŞİRKETİ

Elektrik Hamlatı (bin USD)	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Bağıştaş 1 HES	42.149	42.875	44.481	45.539	46.679	47.991	49.608	52.461	55.087	56.644	57.950
Kadıncık I HES	28.608	29.038	30.138	30.725	31.319	32.113	32.896	34.742	36.166	37.134	37.984
Kadıncık II HES	22.211	22.545	23.408	23.872	24.341	24.972	25.596	27.035	28.146	28.899	29.576
Niksar HES	16.534	16.693	17.216	17.446	17.529	17.792	18.058	18.806	19.446	19.794	20.128
Çileklitepe HES	4.406	4.457	4.597	4.628	4.650	4.746	4.756	4.950	5.079	5.174	5.225
Üçharmanlar HES	3.296	3.330	3.425	3.436	3.449	3.509	3.514	3.652	3.745	3.813	3.848
Kemerçayır HES	2.800	2.828	2.909	2.906	2.914	2.965	2.952	3.070	3.139	3.197	3.217
Yukarı Mercan HES	4.379	4.421	4.550	4.567	4.577	4.633	4.663	4.841	4.986	5.064	5.123
Üçhanlar HES	2.159	2.181	2.243	2.243	2.249	2.289	2.283	2.372	2.427	2.472	2.489
<b>Toplam</b>	<b>126.542</b>	<b>128.367</b>	<b>132.967</b>	<b>135.364</b>	<b>137.706</b>	<b>141.011</b>	<b>144.327</b>	<b>151.929</b>	<b>158.221</b>	<b>162.191</b>	<b>165.541</b>

Elektrik Hamlatı (bin USD)	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T
Bağıştaş 1 HES	59.109	60.291	61.497	62.727	63.982	65.261	66.567	67.898	69.256	70.641	72.054
Kadıncık I HES	38.744	39.519	40.309	41.115	41.937	42.776	43.631	44.504	45.394	46.302	47.228
Kadıncık II HES	30.167	30.771	31.386	32.014	32.654	33.307	33.973	34.653	35.346	36.053	36.774
Niksar HES	20.472	20.822	21.178	21.541	21.909	22.284	22.665	23.052	23.447	23.847	24.255
Çileklitepe HES	5.315	5.406	5.498	5.592	5.688	5.785	5.884	5.985	6.087	6.191	6.297
Üçharmanlar HES	3.914	3.981	4.049	4.119	4.189	4.261	4.333	4.408	4.483	4.560	4.638
Kemerçayır HES	3.272	3.328	3.385	3.443	3.502	3.562	3.623	3.684	3.747	3.812	3.877
Yukarı Mercan HES	5.211	5.300	5.390	5.482	5.576	5.672	5.769	5.867	5.968	6.070	2.001
Üçhanlar HES	2.532	2.575	2.619	2.664	2.710	2.756	2.803	2.851	2.900	2.949	3.000
<b>Toplam</b>	<b>168.736</b>	<b>171.993</b>	<b>175.313</b>	<b>178.697</b>	<b>182.146</b>	<b>185.663</b>	<b>189.248</b>	<b>192.902</b>	<b>196.627</b>	<b>200.424</b>	<b>200.123</b>

Elektrik Hamlatı (bin USD)	2055T	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Bağıştaş 1 HES	73.495	74.965	9.427	-	-	-	-	-	-	-	-
Kadıncık I HES	48.172	49.136	50.119	51.121	52.143	53.186	54.250	55.335	56.441	57.570	31.372
Kadıncık II HES	37.509	38.259	39.025	39.805	40.601	41.413	42.241	43.086	43.948	44.827	24.428
Niksar HES	17.623	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Çileklitepe HES	6.405	6.514	6.626	6.739	5.329	-	-	-	-	-	-
Üçharmanlar HES	4.717	4.798	1.636	-	-	-	-	-	-	-	-
Kemerçayır HES	3.943	2.490	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Yukarı Mercan HES	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Üçhanlar HES	3.051	1.927	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Toplam</b>	<b>194.916</b>	<b>178.089</b>	<b>106.831</b>	<b>97.665</b>	<b>98.074</b>	<b>94.599</b>	<b>96.491</b>	<b>98.421</b>	<b>100.389</b>	<b>102.397</b>	<b>55.799</b>

Kaynak: Aplus Tahminleri

### Diğer Gelirler:

#### Yan Hizmetler

- Bağıştaş-1 HES (Sekonder Frekans):** Yan hizmetler piyasası kapsamında sekonder frekans kontrolleri bulunmaktadır. Bu hizmetleri sağlayacak olan üretim birimlerinin Elektrik Piyasası Yan Hizmetler Anlaşmasını imzalamaları ve bu servisler için yeterli teknik yükümlülükleri sağlamaları gerekmektedir. Bağıştaş-1 HES bu kapsamda mevcut üretiminin dışında ilave gelir elde etmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca, geçmiş dönem ortalamasına paralel olarak, Bağıştaş-1 HES'in elektrik hasılatından elde edeceği gelirin %10'u kadar ek gelir elde etmesi öngörülmüştür.
- Bağıştaş-1 HES – Dengeleme Güç Mekanizması ve Diğer Gelirler :** Dengeleme Güç Piyasasındaki ticaret hasılatından oluşmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca, Bağıştaş-1 HES'in elektrik hasılatından elde edeceği gelirin %10'u kadar ek gelir elde etmesi öngörülmüştür.

Şirket'in fiyat varsayımları ve satış miktarı varsayımları doğrultusunda öngörülen yan hizmetler hasılatı aşağıdaki gibidir:

Yan Hizmetler	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Bağıştaş 1 HES (Sekonder Frekans)	4.363	4.377	4.240	4.131	4.199	4.097	3.999	3.955	4.080	4.215	4.287
Dengeleme Güç Mekanizması & Gün İçi Piyasa ve Diğer Gelirler	4.363	4.377	4.240	4.131	4.199	4.097	3.999	3.955	4.080	4.215	4.287
<b>Toplam</b>	<b>8.727</b>	<b>8.754</b>	<b>8.481</b>	<b>8.263</b>	<b>8.397</b>	<b>8.194</b>	<b>7.998</b>	<b>7.911</b>	<b>8.160</b>	<b>8.430</b>	<b>8.575</b>

Yan Hizmetler	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Bağıştaş 1 HES (Sekonder Frekans)	4.448	4.554	4.668	4.799	4.961	5.246	5.509	5.664	5.795	5.911	6.029
Dengeleme Güç Mekanizması & Gün İçi Piyasa ve Diğer Gelirler	4.448	4.554	4.668	4.799	4.961	5.246	5.509	5.664	5.795	5.911	6.029
<b>Toplam</b>	<b>8.896</b>	<b>9.108</b>	<b>9.336</b>	<b>9.598</b>	<b>9.922</b>	<b>10.492</b>	<b>11.017</b>	<b>11.329</b>	<b>11.590</b>	<b>11.822</b>	<b>12.058</b>

Yan Hizmetler	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T	2057T
Bağıştaş 1 HES (Sekonder Frekans)	6.150	6.273	6.398	6.526	6.657	6.790	6.926	7.064	7.205	7.349	7.496	943
Dengeleme Güç Mekanizması & Gün İçi Piyasa ve Diğer Gelirler	6.150	6.273	6.398	6.526	6.657	6.790	6.926	7.064	7.205	7.349	7.496	943
<b>Toplam</b>	<b>12.299</b>	<b>12.545</b>	<b>12.796</b>	<b>13.052</b>	<b>13.313</b>	<b>13.580</b>	<b>13.851</b>	<b>14.128</b>	<b>14.411</b>	<b>14.699</b>	<b>14.993</b>	<b>1.885</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

### Karbon Hasılatı

Şirket'e ait olan Niksar HES için 2013 yılında karbon azaltım sertifikasyonu kapsamında validasyon süreci tamamlanarak Onaylanmış Karbon Standardı (Verified Carbon Standard – VCS sertifikasyonu alınmıştır. Bu kapsamda, Niksar HES'in işletmeye girdiği 2012 yılından 2021 yılına kadar üretimleri kapsayan verifikasyon dönemi için 775.440 ton karbon kredisi karşılığı 852.984 Euro tutarında gelir elde edilmiştir. 2024 yılında, işbu Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla Şirket'in satışa hazır karbon miktarı 214.250 ton'dur. Güncel satış fiyatları göz önünde bulundurulduğunda ton başına 0,60 cent'den 2024 yılında 174,3 bin dolar gelir beklenmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca karbon fiyatı ABD enflasyonu oranında artırılmıştır ve Niksar HES'in faaliyet süresinin sonuna kadar karbon geliri elde edeceği öngörülmektedir.

IC Enterra 31.12.2023 tarihi itibarıyla, Niksar hidroelektrik santrallerinde gerçekleştirdiği üretim karşılığı olarak, sertifikasyona hazır 190.494 ton karbon varlığı beklenmektedir.

Niksar HES'in projeksiyon dönemi boyunca elektrik üretim varsayımlarının %55,5<sup>3</sup> oranında karbon varlığı öngörülmüştür. Projeksiyon döneminde öngörülen karbon varlığı ve karbon satış fiyatı doğrultusunda beklenen karbon hasılatı aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

Niksar HES Karbon Hasılatı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2033T	2034T
Karbon, Yeni	60,0	61,0	62,2	63,2	64,6	65,4	66,5	67,6	69,1	67,6	69,1	69,9	71,1
Karbon, Eski (Stok)	114,3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Toplam</b>	<b>174,3</b>	<b>61,0</b>	<b>62,2</b>	<b>63,2</b>	<b>64,6</b>	<b>65,4</b>	<b>6,5</b>	<b>67,6</b>	<b>69,1</b>	<b>67,6</b>	<b>69,1</b>	<b>69,9</b>	<b>71,1</b>

<sup>3</sup> T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Türkiye Ulusal Elektrik Şebekesi Emisyon Faktörü Bilgi Formu (<https://enerji.gov.tr/Media/Dizin/EVCED/tr/%C3%87evreVe%C4%B0klım/%C4%B0klımDe%C4%9Fı%C5%9Fıki%C4%9Fı/TUESEmisyonFktr/Belgeler/Bform2020.pdf>)



Nüfus HES Karbon Hasılatı (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T
Karbon, Yeni	72,3	73,9	74,8	76,0	77,3	79,0	80,0	81,3	82,7	84,1

Nüfus HES Karbon Hasılatı (bin USD)	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T
Karbon, Yeni	85,5	87,0	88,5	90,0	91,6	93,1	94,7	96,3	98,0	99,7	72,4

Kaynak: Şirket tahminleri

### Elektrik Ticareti

Elektrik ticareti ikili anlaşmalar çerçevesinde yapılan elektrik satışlarından yansıtılan vade farkından oluşmaktadır. Vade farkı piyasadaki mevcut faiz koşullarından hareketle hesaplanmaktadır. Çalışmamızda da bu vade farkı TCMB politika faizi öngörüsüne paralel projeksiyonlara yansıtılmıştır.

Şirket'in toptan ve perakende elektrik ticaretinin satış fiyat varsayımları ve satış miktarı varsayımları doğrultusunda öngörülen elektrik ticareti hasılatı aşağıdaki gibidir;

Elektrik Ticareti	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Satış Miktarı (MWh)	1.265.460	1.308.031	1.306.946	1.305.859	1.308.673	1.303.703	1.302.630	1.301.560	1.304.371	1.299.430	1.298.370
Satış Fiyatı (USD/MWh)	3,55	1,99	1,05	0,88	0,81	0,78	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Elektrik Ticareti Hasılatı (bin USD)	4.494	2.608	1.369	1.149	1.064	1.022	997	996	998	994	994

Elektrik Ticareti	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Satış Miktarı (MWh)	1.297.313	1.300.120	1.295.208	1.294.161	1.293.116	1.295.920	1.291.037	1.290.002	1.288.970	1.287.995	1.287.023
Satış Fiyatı (USD/MWh)	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Elektrik Ticareti Hasılatı (bin USD)	993	995	991	990	990	992	988	987	986	986	985

Elektrik Ticareti	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T
Satış Miktarı (MWh)	1.286.053	1.285.087	1.284.123	1.283.162	1.282.203	1.281.248	1.280.295	1.279.344	1.249.024	1.187.394	1.051.749
Satış Fiyatı (USD/MWh)	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Elektrik Ticareti Hasılatı (bin USD)	984	983	983	982	981	981	980	979	956	909	805

Elektrik Ticareti	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Satış Miktarı (MWh)	625.575	561.996	552.367	519.135	519.135	519.135	519.134	519.134	277.346
Satış Fiyatı (USD/MWh)	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77	0,77
Elektrik Ticareti Hasılatı (bin USD)	479	430	423	397	397	397	397	397	212

Kaynak: Şirket tahminleri

**Satışların Maliyeti:** Şirket santrallerinin işletme giderleri; sistem kullanım giderleri, su kullanım giderleri, personel giderleri, bakım onarım giderleri, sigorta giderleri, orman giderleri ve diğer giderler olarak sınıflanmıştır.

*[Signature]*  
**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
**ANONİM ŞİRKETİ**

Sistem kullanım giderleri, su kullanım giderleri ve orman giderleri tarifeli giderler olarak sınıflandırılmış olup, santrallerin elektrik üretim varsayımları doğrultusunda 2024 yılı için hesaplanmıştır. 2025 yılından itibaren, projeksiyon dönemi boyunca, ABD enflasyonu varsayımı doğrultusunda artırılmıştır.

Personel giderleri, danışmanlık giderleri, bakım onarım giderleri, güvenlik giderleri, tesis giderleri, sigorta giderleri ile diğer giderler öngörülürken projeksiyon döneminde beklenen enflasyon oranları dikkate alınmıştır.

Satışların maliyeti içerisinde, sistem kullanım giderleri, su kullanım gideri ve personel gideri en büyük maliyet kalemleridir.

Santral bazında işletme giderleri aşağıdaki tablolarda bulunmaktadır.

Satışların Maliyeti (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Bağıştaş I HES	5.042	5.159	5.265	5.371	5.478	5.588	5.699	5.813	5.930	6.048	6.169
Kadıncık I HES	2.587	2.647	2.702	2.756	2.811	2.867	2.925	2.983	3.043	3.104	3.166
Kadıncık II HES	2.016	2.063	2.106	2.148	2.191	2.235	2.279	2.325	2.371	2.419	2.467
Niksar HES	1.849	1.892	1.932	1.970	2.010	2.050	2.091	2.133	2.175	2.219	2.263
Çileklitepe HES	886	907	926	945	964	983	1.003	1.023	1.043	1.064	1.085
Üçarmanlar HES	2.064	2.111	2.154	2.197	2.241	2.286	2.332	2.378	2.426	2.474	2.524
Kemerçayır HES	657	673	687	701	715	729	744	759	774	790	805
Yukarı Mercan HES	774	792	809	825	842	859	876	893	911	929	948
Üçanlar HES	659	674	689	702	716	731	745	760	776	791	807
<b>Toplam</b>	<b>16.534</b>	<b>16.918</b>	<b>17.270</b>	<b>17.616</b>	<b>17.968</b>	<b>18.327</b>	<b>18.694</b>	<b>19.068</b>	<b>19.449</b>	<b>19.838</b>	<b>20.235</b>

Satışların Maliyeti (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Bağıştaş I HES	6.293	6.418	6.547	6.678	6.811	6.948	7.086	7.228	7.373	7.520	7.671
Kadıncık I HES	3.229	3.294	3.360	3.427	3.495	3.565	3.636	3.709	3.783	3.859	3.936
Kadıncık II HES	2.517	2.567	2.618	2.671	2.724	2.779	2.834	2.891	2.949	3.008	3.068
Niksar HES	2.308	2.355	2.402	2.450	2.499	2.549	2.600	2.652	2.705	2.759	2.814
Çileklitepe HES	1.107	1.129	1.152	1.175	1.198	1.222	1.247	1.272	1.297	1.323	1.350
Üçarmanlar HES	2.574	2.626	2.678	2.732	2.786	2.842	2.899	2.957	3.016	3.076	3.138
Kemerçayır HES	821	838	855	872	889	907	925	944	962	982	1.001
Yukarı Mercan HES	967	986	1.006	1.026	1.047	1.068	1.089	1.111	1.133	1.156	1.179
Üçanlar HES	823	839	856	873	891	909	927	945	964	984	1.003
<b>Toplam</b>	<b>20.639</b>	<b>21.052</b>	<b>21.473</b>	<b>21.903</b>	<b>22.341</b>	<b>22.788</b>	<b>23.243</b>	<b>23.708</b>	<b>24.182</b>	<b>24.666</b>	<b>25.159</b>

Satışların Maliyeti (bin USD)	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T
Bağıştaş I HES	7.824	7.981	8.140	8.303	8.469	8.638	8.811	8.987	9.167	9.325	9.511
Kadıncık I HES	4.015	4.095	4.177	4.261	4.346	4.433	4.521	4.612	4.704	4.798	4.894
Kadıncık II HES	3.129	3.192	3.256	3.321	3.387	3.455	3.524	3.594	3.666	3.740	3.814
Niksar HES	2.870	2.928	2.986	3.046	3.107	3.169	3.232	3.297	3.363	2.554	0
Çileklitepe HES	1.377	1.404	1.432	1.461	1.490	1.520	1.550	1.581	1.613	1.645	1.678
Üçarmanlar HES	3.201	3.265	3.330	3.397	3.465	3.534	3.604	3.677	3.750	3.825	3.902
Kemerçayır HES	1.021	1.042	1.063	1.084	1.106	1.128	1.150	1.173	1.197	1.221	761
Yukarı Mercan HES	1.202	1.226	1.251	1.276	1.301	1.327	1.354	1.381	1.085	273	0
Üçanlar HES	1.023	1.044	1.065	1.086	1.108	1.130	1.152	1.175	1.199	1.223	763
<b>Toplam</b>	<b>25.662</b>	<b>26.176</b>	<b>26.699</b>	<b>27.233</b>	<b>27.778</b>	<b>28.333</b>	<b>28.900</b>	<b>29.478</b>	<b>29.744</b>	<b>28.604</b>	<b>25.323</b>

Satışların Maliyeti (bin USD)	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Bağıştaş I HES	1.196	0	0	0	0	0	0	0	0
Kadıncık I HES	4.992	5.092	5.194	5.298	5.404	5.512	5.622	5.734	3.125
Kadıncık II HES	3.891	3.968	4.048	4.129	4.211	4.296	4.382	4.469	2.435
Niksar HES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Çileklitepe HES	1.712	1.746	1.364	0	0	0	0	0	0
Üçarmanlar HES	1.324	0	0	0	0	0	0	0	0
Kemerçayır HES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Yukarı Mercan HES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Üçanlar HES	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>Toplam</b>	<b>13.115</b>	<b>10.806</b>	<b>10.606</b>	<b>9.426</b>	<b>9.615</b>	<b>9.807</b>	<b>10.003</b>	<b>10.203</b>	<b>5.560</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

*AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.*  
ANONİM ŞİRKETİ

**Operasyonel Giderler:** Şirket'in operasyonel giderleri; personel giderleri, danışmanlık ve eğitim, hukuk, ulaşım ve haberleşme, bilgi işlem, kira, tesis, iş geliştirme ve diğer giderler olarak sınıflanmıştır. Amortisman haricindeki giderler öngörüldükçe, Şirket'in 2023 yılındaki gerçekleştirmeleri baz alınarak, ABD enflasyonu beklentileri ile büyütülmüştür. 2054 yılından sonra santrallerin lisans sürelerinin dolmaya başlamasıyla birlikte, üretim miktarlarındaki azalışlar oranında bu giderler de azaltılmaya başlanmıştır.

Projeksiyon dönemi boyunca işletme giderleri aşağıdaki tablolarda bulunmaktadır.

Operasyonel Giderler (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Personel	717	733	748	763	778	793	809	826	842	859	876
Danışmanlık ve Eğitim	200	205	209	213	217	222	226	231	235	240	245
Hukuk	22	23	23	24	24	25	25	26	26	27	27
Ulaşım ve Haberleşme	32	33	34	34	35	36	37	37	38	39	40
Bilgi İşlem	38	39	40	40	41	42	43	44	45	46	47
Kira	10	10	10	10	11	11	11	11	11	12	12
Tesis	36	37	38	38	39	40	41	42	42	43	44
İş Geliştirme	96	98	100	102	104	106	108	110	113	115	117
Diğer	241	246	251	256	261	267	272	277	283	289	294
<b>Toplam</b>	<b>1.393</b>	<b>1.424</b>	<b>1.452</b>	<b>1.481</b>	<b>1.511</b>	<b>1.541</b>	<b>1.572</b>	<b>1.603</b>	<b>1.635</b>	<b>1.668</b>	<b>1.701</b>

Operasyonel Giderler (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Personel	894	911	930	948	967	987	1.006	1.026	1.047	1.068	1.089
Danışmanlık ve Eğitim	250	255	260	265	270	276	281	287	292	298	304
Hukuk	28	28	29	29	30	31	31	32	32	33	34
Ulaşım ve Haberleşme	40	41	42	43	44	45	45	46	47	48	49
Bilgi İşlem	47	48	49	50	51	52	53	54	56	57	58
Kira	12	12	13	13	13	13	14	14	14	15	15
Tesis	45	46	47	48	49	50	51	52	53	54	55
İş Geliştirme	119	122	124	127	129	132	134	137	140	143	146
Diğer	300	306	312	319	325	331	338	345	352	359	366
<b>Toplam</b>	<b>1.735</b>	<b>1.770</b>	<b>1.805</b>	<b>1.841</b>	<b>1.878</b>	<b>1.916</b>	<b>1.954</b>	<b>1.993</b>	<b>2.033</b>	<b>2.074</b>	<b>2.115</b>

Operasyonel Giderler (bin USD)	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T
Personel	1.111	1.133	1.156	1.179	1.203	1.227	1.251	1.276	1.302	1.262	1.140
Danışmanlık ve Eğitim	310	316	323	329	336	343	349	356	364	353	318
Hukuk	34	35	36	37	37	38	39	40	40	39	35
Ulaşım ve Haberleşme	50	51	52	53	54	55	56	58	59	57	51
Bilgi İşlem	59	60	61	63	64	65	66	68	69	67	61
Kira	15	15	16	16	16	17	17	17	18	17	16
Tesis	56	57	58	59	60	62	63	64	65	63	57
İş Geliştirme	148	151	154	158	161	164	167	171	174	169	152
Diğer	373	381	388	396	404	412	420	429	437	424	383
<b>Toplam</b>	<b>2.158</b>	<b>2.201</b>	<b>2.245</b>	<b>2.290</b>	<b>2.335</b>	<b>2.382</b>	<b>2.430</b>	<b>2.478</b>	<b>2.528</b>	<b>2.451</b>	<b>2.215</b>

Operasyonel Giderler (bin USD)	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Personel	692	634	636	609	622	634	647	660	359
Danışmanlık ve Eğitim	193	177	177	170	174	177	181	184	100
Hukuk	21	20	20	19	19	20	20	20	11
Ulaşım ve Haberleşme	31	29	29	27	28	29	29	30	16
Bilgi İşlem	37	34	34	32	33	34	34	35	19
Kira	9	9	9	8	8	9	9	9	5
Tesis	35	32	32	31	31	32	33	33	18
İş Geliştirme	92	85	85	81	83	85	86	88	48
Diğer	232	213	214	205	209	213	217	222	121
<b>Toplam</b>	<b>1.344</b>	<b>1.231</b>	<b>1.234</b>	<b>1.183</b>	<b>1.207</b>	<b>1.231</b>	<b>1.256</b>	<b>1.281</b>	<b>698</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

**Amortisman:**

Şirket'in maddi ve maddi olmayan duran varlıklarının net defter değerleri ve faydalı ömürleri doğrultusunda projeksiyon döneminde öngörülen amortisman giderleri aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

Amortisman (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Toplam	62.304	61.761	61.725	59.173	58.368	58.343	52.952	18.280	18.266	17.679	17.676

Amortisman (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Toplam	17.610	17.608	17.602	17.324	17.324	17.324	17.323	17.322	17.321	17.321	17.321

Amortisman (bin USD)	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T
Toplam	17.321	17.321	17.321	17.321	16.461	16.461	13.054	13.014	13.011	1.111	1.110

Amortisman (bin USD)	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Toplam	1.110	1.110	1.110	1.110	1.110	1.110	108	108	0

Kaynak: Şirket tahminleri

**Vergi:**

Vergi oranının 5520 sayılı Kanuna 7316 sayılı Kanununun 11'inci maddesiyle eklenen geçici 13. madde hükmü uyarınca, 2024 yılından itibaren 5 dönem boyunca %23 olacağı varsayılmıştır. Şirket'in halka arz sonrası halka açıklık oranı %20'nin üzerinde olacağından, halka arz döneminden başlayarak 5 dönem boyunca %2 puan indirimden faydalanacaktır.

Yukarıdaki indirimle ilaveten, 22.01.2022 tarihli ve 31727 sayılı Resmi Gazete'de yayımlanan 7351 sayılı Kanun ile, sanayi sicil belgesini haiz olan ve fiilen üretim faaliyetiyle işgal eden kurumlar, münhasıran bu üretim faaliyetlerinden elde ettikleri kazançlarına kurumlar vergisi oranını 1 puan indirimli uygulayabileceklerdir. Bu kapsamda, İçtaş Yenilenebilir ve Trabzon Enerji bünyesinde bulunan HES'ler, sanayi sicil belgelerine sahip olduğundan İçtaş Yenilenebilir ve Trabzon Enerji açısından kurumlar vergisinde 1 puanlık indirim hakkı mevcuttur.

2024 – 2028 dönemi boyunca, yukarıda yer alan indirimlerin uygulanması sonucunda, vergi oranı %22 olarak alınmıştır. 2029 yılından itibaren, yukarıda belirtilen 1 puanlık vergi indirimi kapsamında, projeksiyon dönemi boyunca vergi oranının %24 olacağı varsayılmıştır.

**Net İşletme Sermayesi:**

Projeksiyon dönemi boyunca, Şirket'in ticari alacaklarını 45 günde tahsil edeceği ve ticari borçlarını 90 günde ödeyeceği varsayımıyla net işletme sermayesi hesabı yapılmıştır.

**Yatırım Harcamaları:**

Projeksiyon dönemi boyunca, Şirket'in yapmayı planladığı yıllık ve genel bakım harcamaları aşağıdaki tabloda bulunmaktadır. Projeksiyon dönemi boyunca, bakım giderlerinin toplam satışlara oranı %1,0 olarak varsayılmıştır.

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Bakım Giderleri	1.424	1.418	1.362	1.331	1.352	1.320	1.287	1.279	1.319	1.360	1.380
Toplam	1.424	1.418	1.362	1.331	1.352	1.320	1.287	1.279	1.319	1.360	1.380

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Bakım Giderleri	1.429	1.455	1.481	1.517	1.553	1.635	1.703	1.746	1.782	1.816	1.851
Toplam	1.429	1.455	1.481	1.517	1.553	1.635	1.703	1.746	1.782	1.816	1.851

AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ



Yatırım Harcamaları (bin USD)	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T
Bakım Giderleri	1.887	1.923	1.960	1.998	2.036	2.076	2.116	2.156	2.156	2.106	1.939
<b>Toplam</b>	<b>1.887</b>	<b>1.923</b>	<b>1.960</b>	<b>1.998</b>	<b>2.036</b>	<b>2.076</b>	<b>2.116</b>	<b>2.156</b>	<b>2.156</b>	<b>2.106</b>	<b>1.939</b>

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T	2063T	2064T	2065T
Bakım Giderleri	1.092	981	985	950	969	988	1.008	1.028	560
<b>Toplam</b>	<b>1.092</b>	<b>981</b>	<b>985</b>	<b>950</b>	<b>969</b>	<b>988</b>	<b>1.008</b>	<b>1.028</b>	<b>560</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

### Serbest Nakit Akımı:

Projeksiyon döneminde hesaplanan dönem vergisi, net işletme sermayesi fazlası veya ihtiyacı ile yatırım harcamaları doğrultusunda beklenen serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

Serbest 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
<i>Büyüme</i>	<i>36,94%</i>	<i>-0,41%</i>	<i>-3,93%</i>	<i>-2,33%</i>	<i>1,61%</i>	<i>-2,41%</i>	<i>-2,48%</i>	<i>-0,64%</i>	<i>3,15%</i>	<i>3,14%</i>	<i>1,45%</i>	<i>3,57%</i>	<i>1,83%</i>
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
<b>FAVÖK</b>	<b>124.357</b>	<b>123.479</b>	<b>117.523</b>	<b>113.975</b>	<b>115.742</b>	<b>112.093</b>	<b>108.426</b>	<b>107.194</b>	<b>110.807</b>	<b>114.530</b>	<b>116.070</b>	<b>120.554</b>	<b>122.719</b>
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
<b>FVÖK</b>	<b>61.769</b>	<b>61.150</b>	<b>54.957</b>	<b>53.695</b>	<b>55.996</b>	<b>52.394</b>	<b>54.144</b>	<b>87.601</b>	<b>91.229</b>	<b>95.538</b>	<b>97.069</b>	<b>101.590</b>	<b>103.721</b>
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
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>106.881</b>	<b>121.970</b>	<b>114.232</b>	<b>101.254</b>	<b>101.899</b>	<b>98.660</b>	<b>94.611</b>	<b>85.075</b>	<b>87.222</b>	<b>89.858</b>	<b>91.267</b>	<b>94.276</b>	<b>96.176</b>

Serbest 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
<i>Büyüme</i>	<i>1,8%</i>	<i>2,4%</i>	<i>2,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>4,2%</i>	<i>2,5%</i>	<i>2,1%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>	<i>1,9%</i>
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
<b>FAVÖK</b>	<b>124.829</b>	<b>127.931</b>	<b>131.097</b>	<b>138.788</b>	<b>145.109</b>	<b>148.887</b>	<b>151.985</b>	<b>154.888</b>	<b>157.847</b>	<b>160.863</b>	<b>163.938</b>	<b>167.072</b>	<b>170.266</b>
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
<b>FVÖK</b>	<b>105.806</b>	<b>109.155</b>	<b>112.285</b>	<b>119.936</b>	<b>126.208</b>	<b>129.934</b>	<b>132.981</b>	<b>135.831</b>	<b>138.747</b>	<b>141.726</b>	<b>144.765</b>	<b>147.863</b>	<b>151.021</b>
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
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>97.770</b>	<b>99.916</b>	<b>102.294</b>	<b>107.542</b>	<b>112.452</b>	<b>115.582</b>	<b>117.992</b>	<b>120.198</b>	<b>122.417</b>	<b>124.677</b>	<b>126.980</b>	<b>129.328</b>	<b>131.721</b>

*Seyit Halkalı*  
**AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
**ANONİM ŞİRKETİ**



Serbest Nakit Akımı (bin USD)	2050T	2051T	2052T	2053T	2054T	2055T	2056T	2057T	2058T	2059T	2060T	2061T	2062T
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	98.818
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%	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	9.807
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	1.231
<b>FAVÖK</b>	<b>173.522</b>	<b>176.841</b>	<b>180.224</b>	<b>183.673</b>	<b>183.318</b>	<b>179.541</b>	<b>166.349</b>	<b>94.737</b>	<b>86.057</b>	<b>86.657</b>	<b>84.387</b>	<b>86.067</b>	<b>87.780</b>
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%	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	2.085
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	85.695
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	20.567
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	308	314	320	326	-103	-361	-1.266	-5.775	-561	100	-138	187	191
Yatırım Harcamaları	2.036	2.076	2.116	2.156	2.156	2.106	1.939	1.092	981	985	950	969	988
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>133.954</b>	<b>136.441</b>	<b>138.157</b>	<b>140.731</b>	<b>140.897</b>	<b>135.482</b>	<b>126.521</b>	<b>77.403</b>	<b>65.647</b>	<b>65.382</b>	<b>63.874</b>	<b>64.760</b>	<b>66.035</b>

Serbest Nakit Akımı (bin USD)	2063T	2064T	2065T
Hasılat	100.787	102.794	56.012
Büyüme	3,20%	2,01%	-45,86%
Satışların Maliyeti	10.003	10.203	5.560
Operasyonel Giderler	1.256	1.281	698
<b>FAVÖK</b>	<b>89.528</b>	<b>91.310</b>	<b>49.754</b>
FAVÖK Marjı	88,83%	88,83%	88,83%
Amortisman (-)	1.088	1.097	911
FVÖK	88.439	90.213	48.843
Vergi	194	198	-4.600
NİS Fazlası/(İhtiyacı)	1.008	1.028	560
Yatırım Harcamaları	67.100	68.433	42.071
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>194</b>	<b>198</b>	<b>-4.600</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

### IC Enterra Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır.

	Hesaplama Formülü	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Risksiz Getiri Oranı	A	8,10%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Piyasa Risk Primi	B	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
Beta	C	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Özsermaye Maliyeti	$D = A + (B \times C)$	13,60%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%
Borçlanma Maliyeti	E	10,60%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%
Vergi Oranı	F	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	22,00%	24,00%
Hedef Özkaynak Oranı	G	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
Hedef Borç Oranı	H	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
<b>AOSM</b>	$I = D \times G + E \times (1-F) \times H$	<b>10,93%</b>	<b>10,85%</b>	<b>10,85%</b>	<b>10,85%</b>	<b>10,85%</b>	<b>10,74%</b>

2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039+
8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,90%	7,80%	7,70%	7,60%	7,50%
5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%	5,50%
1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,50%	13,40%	13,30%	13,20%	13,10%	13,00%
10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,50%	10,40%	10,30%	10,20%	10,10%	10,00%
24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%	24,00%
50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%	50,00%
<b>10,74%</b>	<b>10,74%</b>	<b>10,74%</b>	<b>10,74%</b>	<b>10,74%</b>	<b>10,65%</b>	<b>10,56%</b>	<b>10,48%</b>	<b>10,39%</b>	<b>10,30%</b>

Kaynak: Ak Yatırım tahminleri

  
 AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
 ANONİM ŞİRKETİ

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, itfa tarihi 11 Mayıs 2047 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123CM05) tahvil getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. 2023 yılının ikinci yarısından itibaren, ülke risk primindeki düşüşle birlikte, 30 Yıllık Eurobond'un son altı, üç ve 1 aylık ortalamaları incelenmiş ve belirgin bir düşüş olduğu gözlemlenmiştir. Fiyat Tespit Raporu tarihi itibarıyla, 30 yıllık Eurobond'un getiri oranının %8,09 olduğu görülmüş ve 2024 yılında da devam etmesi beklenen bu düşüş trendi dikkate alınarak, 2024 yılı risksiz getiri oranı olarak, %8,10 oranı kullanılmıştır. 2025-2034 yıllarında, 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.

Projeksiyon dönemi boyunca, beta 1,0 olarak kabul edilmiştir.

Yukarıdaki varsayımlar ve aşağıda yer alan formül ışığında, IC Enterra'nin özsermaye maliyeti 2024 yılı için %13,60 olarak hesaplanmaktadır.

$$\begin{aligned} \text{IC Enterra Özsermaye Maliyeti} &= \text{Risksiz Getiri Oranı} + (\text{Piyasa Risk Primi} + \text{Risk Primi}) \times \text{Beta} \\ &= \%8,10 + \%5,50 \times 1,0 \\ &= \%13,60 \end{aligned}$$

2024 yılında IC Enterra'nin borçlanma maliyeti, 2024 yılındaki risksiz getiri oranına ilaveten ihtiyatlılık çerçevesinde eklenen %2,5 ek prim ile hesaplanmış olup bu oran %10,60 olarak dikkate alınmıştır. Projeksiyon döneminde, devam eden yıllarda, risksiz getiri oranına ilaveten eklenen %2,5 ek prim ile borçlanma maliyeti hesaplanmıştır.

Hedef Borç ve Hedef Özkaynak Oranları belirlenirken, Şirket'in son üç dönemde gerçekleşen Toplam Finansal Borç/Toplam Pasifler ve Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar / Toplam Pasifler oranlarının ortalaması hesaplanmış olup, AOSM hesaplamasında bu oranlar göz önünde bulundurulmuştur. 31.12.2021 itibarıyla, firmanın bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarında özkaynakların negatif olması sebebiyle bu dönem için ilgili oran %0 olarak dikkate alınmıştır.

#### Net Borç

Net borç hesaplanırken bilançoda bulunan nakit ve nakit benzerleri, uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısmı, diğer kısa vadeli finansal borçlar, kısa ve uzun vadeli kiralama işlemlerinden yükümlülükler ve uzun vadeli banka kredileri değerlendirmeye alınmıştır. Bu kapsamda, net borç hesaplaması aşağıda yer almaktadır.

Net Borç Hesaplaması (bin TL)	31.12.2023
Kısa Vadeli Borçlanmalar	592.060
Uzun Vadeli Banka Kredilerinin Kısa Vadeli Kısmı	2.267.860
İlişkili Taraflara Kısa Vadeli Diğer Finansal Borçlar(*)	170.099
Kiralama İşlemlerinden Borçlar	10.075
<b>Toplam Kısa Vadeli Borçlar</b>	<b>3.040.094</b>
Uzun Vadeli Banka Kredileri	6.782.707
UV Kiralama İşlemlerinden Yükümlülükler	30.138
<b>Toplam Uzun Vadeli Borçlar</b>	<b>6.812.845</b>
<b>Toplam Borçlar</b>	<b>9.852.939</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	207.485
<b>Net Borç</b>	<b>9.645.454</b>
Merkez Bankası Amerikan Doları Satış Kuru	29.4913
<b>Net Borç (Bin USD)</b>	<b>327.061</b>
İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar (**)	52.244
<b>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar (Bin USD)</b>	<b>1.772</b>
<b>Düzeltilmiş Net Borç (Bin USD)</b>	<b>328.833</b>

(\*) Grup'un ana ortağı olan IC Enerji Holding'in kullandığı fonlardan oluşmaktadır.

(\*\*) EPDK'nın 12 Ocak 2023 tarihli 11574-24 sayılı kararına göre, Nisan - Eylül 2022 dönemi için Grup'un bağlı ortaklığı İçtaş Yenilenebilir tarafından iade edilmesi gereken destek ücreti borcu tutarına ilişkin bir yükümlülük oluşmuştur. 31 Aralık 2023 tarihi itibarıyla kalan yükümlülük 52.244 TL tutarındadır (30.09.2023: 63.493 TL).

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER**  
ANONİM ŞİRKETİ

31.12.2023 itibarıyla, Şirket'in düzeltilmiş net borcu 328.833 bin USD olarak hesaplanmaktadır (30.09.2023: 304.567 bin USD).

### 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

<i>Büyüme</i>	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
<b>FAVÖK</b>	<b>173.522</b>	<b>176.841</b>	<b>180.224</b>	<b>183.673</b>	<b>183.318</b>	<b>179.541</b>	<b>166.349</b>	<b>94.737</b>	<b>86.057</b>	<b>86.657</b>	<b>84.387</b>	<b>86.067</b>
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
<b>FVÖK</b>	<b>155.100</b>	<b>158.382</b>	<b>165.134</b>	<b>168.583</b>	<b>168.199</b>	<b>176.308</b>	<b>163.144</b>	<b>91.737</b>	<b>83.292</b>	<b>84.126</b>	<b>82.087</b>	<b>83.961</b>
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
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>133.954</b>	<b>136.441</b>	<b>138.157</b>	<b>140.731</b>	<b>140.897</b>	<b>135.482</b>	<b>126.521</b>	<b>77.403</b>	<b>65.647</b>	<b>65.382</b>	<b>63.874</b>	<b>64.760</b>
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
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>9.576</b>	<b>8.843</b>	<b>8.118</b>	<b>7.497</b>	<b>6.805</b>	<b>5.932</b>	<b>5.023</b>	<b>2.786</b>	<b>2.142</b>	<b>1.934</b>	<b>1.713</b>	<b>1.575</b>

İndirgenmiş Nakit Akımı (bin USD)	2062T	2063T	2064T	2065T
Hasılat	98.818	100.787	102.794	56.012
<i>Büyüme</i>	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
<b>FAVÖK</b>	<b>87.780</b>	<b>89.528</b>	<b>91.310</b>	<b>49.754</b>
FAVÖK Marjı	88,83%	88,83%	88,83%	88,83%
Amortisman (-)	2.085	1.088	1.097	911
<b>FVÖK</b>	<b>85.695</b>	<b>88.439</b>	<b>90.213</b>	<b>48.843</b>
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
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>66.035</b>	<b>67.100</b>	<b>68.433</b>	<b>42.071</b>
AOSM	10,30%	10,30%	10,30%	10,30%
İndirgeme Oranı	45,36	50,03	55,19	60,87
<b>İndirgenmiş Nakit Akımı</b>	<b>1.456</b>	<b>1.341</b>	<b>1.240</b>	<b>691</b>
<b>İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı</b>	<b>1.028.501</b>			

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

**B. Erzin GES'in Değerlemesi**

Erzin GES'in İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde ('İNA') kullanılan varsayımlar, Aplus'un gelecek yıllara ilişkin fiyat beklentilerini yansıtacak 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, YEKA GES-4 yarışmasını kapsamında 100 MWe bağlantı kapasitesi hakkını 58,4 krş/kwh ile kazanmıştır.

YEKA Şartnamesi ve Sözleşmesinde belirtildiği üzere, Sözleşme imzalanan tüzel kişi tarafından Yarışma sonunda teklif edilen "ekonomik açıdan en avantajlı fiyat", imzalanan Sözleşme'de "birim elektrik enerjisi alım fiyatı" olarak belirtilir. Sözleşme kapsamında alım fiyatı 3'er aylık dönemler halinde güncellenir. 3 aylık döneme ait güncel birim elektrik enerjisi alım fiyatı ÜFE, TÜFE, ABD Doları ve Avro'nun 3'er aylık dönemsel değişimi ve kendi katsayıları ile oluşan bir formülle eskale edilir. Sözleşme'de yer alan birim elektrik enerjisi alım fiyatının (TL) TCMB tarafından yarışmanın yapıldığı aydan önceki birinci, ikinci ve üçüncü aylarda yayımlanan ABD Doları alış kurlarının ortalaması esas alınarak ABD Dolarına çevrilmesiyle elde edilen fiyat ise referans fiyat (REF<sub>\$</sub>) olarak tanımlanır. 3'er aylık eskale edilen alım fiyatı REF<sub>\$</sub>'in %15 altı ve üstünde olamaz.

Tesisin 2024 yılının ilk yarısı itibarıyla enerji üretimine başlaması planlanmakta olup; YEKA sözleşmesinin imzasını takip eden 51 ay boyunca (Kasım 2026'ya kadar) Erzin GES kapsamında üretilen elektrik, Piyasa Takas Fiyatı (PTF) üzerinden spot elektrik piyasasına satılacaktır. 2026 yılından 2036 yılına kadar YEKA sözleşmesi kapsamında yer alan, kontratlı fiyat üzerinden (44,9 USD/Mwh) satış gerçekleştirilecektir. 2036 yılından projeksiyon döneminin sonuna kadar, üretilen elektriğin PTF üzerinden satılacağı öngörülmüştür.

YEKA sözleşmesine göre lisans süresi 30 yıl olan Erzin GES Projesi'nin 2024 yılının ilk yarısında devreye alınması planlanmaktadır.

İNA analizinde kullanılan varsayımlara ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

**Üretim:**

2024 - 2053 yılları arasında Şirket'in elektrik üretim miktar varsayımları aşağıdaki gibidir:

ÜRETİM (MWh)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Kontratlı Satışlar	0	0	24.114	262.961	262.266	260.655	259.498	258.318	257.580	255.902	254.675	204.031	0	0
Spot Satışlar	159.401	265.337	240.011	0	0	0	0	0	0	0	0	49.371	252.637	250.991
<b>Toplam</b>	<b>159.401</b>	<b>265.337</b>	<b>264.125</b>	<b>262.961</b>	<b>262.266</b>	<b>260.655</b>	<b>259.498</b>	<b>258.318</b>	<b>257.580</b>	<b>255.902</b>	<b>254.675</b>	<b>253.402</b>	<b>252.637</b>	<b>250.991</b>

ÜRETİM (MWh)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T
Kontratlı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Spot Satışlar	249.847	248.706	248.051	246.517	245.439	244.349	243.670	242.113	240.963	239.808	239.032	237.467	236.339
<b>Toplam</b>	<b>249.847</b>	<b>248.706</b>	<b>248.051</b>	<b>246.517</b>	<b>245.439</b>	<b>244.349</b>	<b>243.670</b>	<b>242.113</b>	<b>240.963</b>	<b>239.808</b>	<b>239.032</b>	<b>237.467</b>	<b>236.339</b>

ÜRETİM (MWh)	2051T	2052T	2053T
Kontratlı Satışlar	0	0	0
Spot Satışlar	235.262	234.604	211.881
<b>Toplam</b>	<b>235.262</b>	<b>234.604</b>	<b>211.881</b>

Kaynak: Şirket tahminleri



**Aplus 2024-2043 Elektrik Fiyatı Beklentileri:**

2043 yılı sonuna kadar, spot elektrik fiyatının hesalamasında Aplus beklentileri dikkate alınmıştır. 2044 yılından itibaren, spot elektrik fiyatı, Aplus'ın %2,0 ABD enflasyonu tahminiyle 2053 yılına kadar ileriye taşınmıştır.

Aşağıda yer alan kontratlı fiyatlar YEKA kapsamında baz alınan rakamlardır.

ELEKTRİK FİYATI, net (USD/MWh)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T
Kontratlı Satışlar Fiyatı	42,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
Spot Fiyatı	90,7	88,8	85,6	83,5	83,2	81,8	78,9	80,0	83,0	86,7

ELEKTRİK FİYATI, net (USD/MWh)	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T
Kontratlı Satışlar Fiyatı	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
Spot Fiyatı	87,3	89,4	87,9	85,5	83,9	81,5	82,9	85,9	85,6	85,6

Kaynak: Aplus tahminleri

2044 yılından itibaren, %2,0 ABD enflasyonu baz alınarak, ileriye taşınan rakamlar aşağıda yer almaktadır.

ELEKTRİK FİYATI, net (USD/MWh)	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Kontratlı Satışlar Fiyatı	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9	44,9
Spot Fiyatı	87,3	89,1	90,8	92,7	94,5	96,4	98,3	100,3	102,3	104,4

Kaynak: Şirket tahminleri

**Satışlar:** IC Enterra'nin iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır.

ELEKTRİK HASILATI (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Kontratlı Satışlar	0	0	1.083	11.810	11.779	11.706	11.654	11.601	11.568	11.493	11.438	9.163	0	0
Spot Satışlar	14.463	23.551	20.538	0	0	0	0	0	0	0	0	4.416	22.206	21.454
<b>Toplam</b>	<b>14.463</b>	<b>23.551</b>	<b>21.621</b>	<b>11.810</b>	<b>11.779</b>	<b>11.706</b>	<b>11.654</b>	<b>11.601</b>	<b>11.568</b>	<b>11.493</b>	<b>11.438</b>	<b>13.579</b>	<b>22.206</b>	<b>21.454</b>

ELEKTRİK HASILATI (bin USD)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T
Kontratlı Satışlar	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Spot Satışlar	20.964	20.274	20.574	21.167	21.000	20.919	21.278	21.565	21.891	22.222	22.593	22.894	23.241
<b>Toplam</b>	<b>20.964</b>	<b>20.274</b>	<b>20.574</b>	<b>21.167</b>	<b>21.000</b>	<b>20.919</b>	<b>21.278</b>	<b>21.565</b>	<b>21.891</b>	<b>22.222</b>	<b>22.593</b>	<b>22.894</b>	<b>23.241</b>

ELEKTRİK HASILATI (bin USD)	2051T	2052T	2053T
Kontratlı Satışlar	0	0	0
Spot Satışlar	23.598	24.003	22.111
<b>Toplam</b>	<b>23.598</b>	<b>24.003</b>	<b>22.111</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

**Karbon Satışları:** Aşağıdaki tabloda Erzin GES'in projeksiyon dönemi boyunca elektrik üretim varsayımlarının %64,88'<sup>4</sup> oranında karbon varlığı öngörülmüştür.

Karbon Miktarı (bin ton)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Erzin GES Üretilen Karbon	103	172	171	171	170	169	168	168	167	166	165	164	164	163

Karbon Miktarı (bin ton)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T
Erzin GES Üretilen Karbon	162	161	161	160	159	159	158	157	156	156	155	154	153

Karbon Miktarı (bin ton)	2051T	2052T	2053T
Erzin GES Üretilen Karbon	153	152	137

Kaynak: Şirket tahminleri

Karbon sertifikası piyasası tezgahüstü bir piyasa olarak çalışmaktadır. Herhangi bir santralin herhangi bir üretim yılına ait emisyon sertifikasına gelen talepler üzerinden serbest fiyatlandırma oluşmaktadır. Fiyatlandırma ve satış aracı kurumlar ve borsa mekanizması üzerinden yapılabileceği gibi ikili anlaşmalar ile direkt de yapılabilir.

Şirket, Kyoto Protokolü'nün hükmünün bitmesi ile onun yerine 2020 yılında imzalanmış olan Paris İklim Anlaşması sonrasında karbon varlıklarına ilişkin fiyatlarda bir artış beklemektedir. Bu yüzden santrale tanınmış haklar doğrultusunda gerçekleşen elektrik üretimleri üzerinden karbon emisyon azaltımlarını periyodik olarak sertifikalandırmaya ve kredilerine satmaya devam edecektir. Bu doğrultuda karbon satış fiyatlarında projeksiyon dönemi boyunca beklenen ABD enflasyon oranları doğrultusunda artış öngörülmüştür.

Karbon Fiyatı (USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Erzin GES Karbon Fiyatı	0,60	0,62	0,63	0,64	0,65	0,67	0,68	0,69	0,71	0,72	0,74	0,75	0,77	0,78

Karbon Fiyatı (USD)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T
Erzin GES Karbon Fiyatı	0,80	0,81	0,83	0,85	0,86	0,88	0,90	0,92	0,93	0,95	0,97	0,99	1,01

Karbon Fiyatı (USD)	2051T	2052T	2053T
Erzin GES Karbon Fiyatı	1,03	1,05	1,07

Kaynak: Şirket tahminleri

Projeksiyon döneminde öngörülen karbon varlığı ve karbon satış fiyatı doğrultusunda beklenen karbon hasılatı aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

<sup>4</sup> T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı Türkiye Ulusal Elektrik Şebekesi Emisyon Faktörü Bilgi Formu (<https://enerji.gov.tr/Media/Dizin/EVCED/tr/%C3%87evreVe%C4%B0klim/%C4%B0klimDe%C4%9Fi%C5%9Fikli%C4%9Fi/TUESEmisyonFktr/Belgeler/Bform2020.pdf>)

Karbon HASILATI (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T
Erzin GES Karbon Hasılatı	63	106	108	109	111	113	115	116	118	120	122	123	126	127

Karbon HASILATI (bin USD)	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T
Erzin GES Karbon Hasılatı	129	131	133	135	137	140	142	144	146	148	151	153	155

Karbon HASILATI (bin USD)	2051T	2052T	2053T
Erzin GES Karbon Hasılatı	157	160	147

Kaynak: Şirket tahminleri

### İşletme Giderleri:

Erzin Ges'in işletme giderleri; personel gideri, sistem kullanım gideri, bakım ve onarım giderleri, yıllık saha kullanım bedeli, sigorta gideri, lisans gideri, kalite ve çevre giderleri, güvenlik giderleri ve diğer giderler olarak sınıflanmıştır. Santral bazında işletme giderleri aşağıdaki tablolarda bulunmaktadır.

İşletme Giderleri (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
Sistem Kullanım Giderleri	1.012	1.649	1.513	827	824	819	816	812	810	804	801	951	1.554	1.502	1.467	1.419
Personel Giderleri	108	177	162	89	88	88	87	87	87	86	86	102	167	161	157	152
Bakım ve Onarım Giderleri	72	118	108	59	59	59	58	58	58	57	57	68	111	107	105	101
Yıllık Saha Kullanım Bedeli	7	12	11	6	6	6	6	6	6	6	6	7	11	11	10	10
Sigorta Gideri	72	118	108	59	59	59	58	58	58	57	57	68	111	107	105	101
Lisans Gideri	0	0	0	0	0	0	0	6	6	6	6	7	11	11	10	10
Kalite ve Çevre Giderleri	7	12	11	6	6	6	6	6	6	6	6	7	11	11	10	10
Güvenlik Giderleri	145	118	108	59	59	59	58	58	58	57	57	68	111	107	105	101
Diğer Giderler	72	118	108	59	59	59	58	58	58	57	57	68	111	107	105	101
<b>Toplam</b>	<b>1.497</b>	<b>2.320</b>	<b>2.130</b>	<b>1.163</b>	<b>1.160</b>	<b>1.153</b>	<b>1.148</b>	<b>1.149</b>	<b>1.145</b>	<b>1.138</b>	<b>1.132</b>	<b>1.344</b>	<b>2.198</b>	<b>2.124</b>	<b>2.075</b>	<b>2.007</b>

İşletme Giderleri (bin USD)	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Sistem Kullanım Giderleri	1.440	1.482	1.470	1.464	1.489	1.510	1.532	1.556	1.582	1.603	1.627	1.652	1.680	1.548
Personel Giderleri	154	159	157	157	160	162	164	167	169	172	174	177	180	166
Bakım ve Onarım Giderleri	103	106	105	105	106	108	109	111	113	114	116	118	120	111
Yıllık Saha Kullanım Bedeli	10	11	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12	12	11
Sigorta Gideri	103	106	105	105	106	108	109	111	113	114	116	118	120	111
Lisans Gideri	10	11	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12	12	11
Kalite ve Çevre Giderleri	10	11	10	10	11	11	11	11	11	11	12	12	12	11

Güvenlik Giderleri	103	106	105	105	106	108	109	111	113	114	116	118	120	111
Diğer Giderler	103	106	105	105	106	108	109	111	113	114	116	118	120	111
<b>Toplam</b>	<b>2.037</b>	<b>2.096</b>	<b>2.079</b>	<b>2.071</b>	<b>2.106</b>	<b>2.135</b>	<b>2.167</b>	<b>2.200</b>	<b>2.237</b>	<b>2.267</b>	<b>2.301</b>	<b>2.336</b>	<b>2.376</b>	<b>2.189</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

### **Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FAVÖK):**

Şirket'in projeksiyon döneminde öngörülen FAVÖK'ü aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

FAVÖK (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T
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	21.093	20.406
Büyüme		60%	-8,1%	45,1%	-0,2%	-0,6%	-0,4%	-0,4%	-0,3%	-0,6%	-0,5%	18,5%	63,0%	-3,4%	-2,3%	-3,3%
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	2.075	2.007
<b>FAVÖK</b>	<b>13.028</b>	<b>21.337</b>	<b>19.599</b>	<b>10.756</b>	<b>10.730</b>	<b>10.666</b>	<b>10.621</b>	<b>10.569</b>	<b>10.541</b>	<b>10.475</b>	<b>10.427</b>	<b>12.358</b>	<b>20.133</b>	<b>19.457</b>	<b>19.018</b>	<b>18.398</b>
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amort. (-)	12.703	12.703	12.724	12.746	12.769	12.792	12.815	12.817	12.820	12.822	122	124	127	129	132	134
<b>FVÖK</b>	<b>326</b>	<b>8.634</b>	<b>6.875</b>	<b>-1.990</b>	<b>-2.039</b>	<b>-2.126</b>	<b>-2.194</b>	<b>-2.248</b>	<b>-2.279</b>	<b>-2.347</b>	<b>10.305</b>	<b>12.234</b>	<b>20.007</b>	<b>19.328</b>	<b>18.886</b>	<b>18.264</b>

FAVÖK (bin USD)	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Hasılat	20.708	21.302	21.137	21.058	21.420	21.708	22.037	22.370	22.744	23.047	23.396	23.755	24.163	22.259
Büyüme	1,5%	2,9%	-0,8%	-0,4%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	-7,9%
İşletme Gideri	2.037	2.096	2.079	2.071	2.106	2.135	2.167	2.200	2.237	2.267	2.301	2.336	2.376	2.189
<b>FAVÖK</b>	<b>18.671</b>	<b>19.207</b>	<b>19.058</b>	<b>18.987</b>	<b>19.313</b>	<b>19.574</b>	<b>19.870</b>	<b>20.170</b>	<b>20.507</b>	<b>20.780</b>	<b>21.095</b>	<b>21.419</b>	<b>21.787</b>	<b>20.070</b>
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman (-)	137	140	143	146	148	151	154	158	161	164	167	171	174	539
<b>FVÖK</b>	<b>18.534</b>	<b>19.067</b>	<b>18.915</b>	<b>18.842</b>	<b>19.165</b>	<b>19.422</b>	<b>19.716</b>	<b>20.013</b>	<b>20.347</b>	<b>20.617</b>	<b>20.928</b>	<b>21.249</b>	<b>21.613</b>	<b>19.531</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

### **Vergi:**

Erzin GES Projesi, 6.02.2023 tarihinde meydana gelen depremler dolayısıyla genel hayata etkili afet bölgesi kabul edilen bölge içerisinde yer almakta olduğundan, 7028 sayılı Cumhurbaşkanlığı Kararı kapsamında teşvik unsurlarından 6. Bölge şartlarında 6. Bölgede uygulanan oran ve sürelerle yararlanabilecektir. Belge kapsamında yararlanılan teşviklere ilişkin tablo aşağıda yer almaktadır. Bu kapsamda, projeksiyon dönemi boyunca, aşağıda belirtilen yatırım katkı oranı ve kurumlar vergisi oranı dikkate alınarak vergi hesabı yapılmıştır.

Destek Unsuru	Oran
Sigorta Primi İşveren Hissesi	10 Yıl
Vergi İndirimi	%90, Yatırım Katkı Oranı %50
Gümrük Vergisi Muafiyeti	Diğer
Gelir Vergisi Stopajı Desteği	10 Yıl
KDV İstisnası	Diğer
Faiz Desteği	Diğer
Sigorta Primi Desteği	10 Yıl

### **Net İşletme Sermayesi:**

Projeksiyon dönemi boyunca, Şirket'in ticari alacaklarını 30 günde tahsil edeceği ve ticari borçlarını 60 günde ödeyeceği varsayımıyla net işletme sermayesi hesabı yapılmıştır.

*[Signature]*  
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

**Yatırım Harcamaları:**

Şirket'in yıllar itibarıyla santralin bakımı için projekte edilen yatırım harcamaları aşağıdaki tabloda bulunmaktadır. Santralin 2024 yılının ikinci çeyreğinde devreye alınmasıyla birlikte, kısa sürede bakım ihtiyacı olmayacağı varsayılarak, bakım giderleri 2026 yılından itibaren değerlendirmeye alınmıştır. 2026 yılındaki bakım giderlerinin hasılatın %0,5'i kadar olacağı öngörülmüş ve projeksiyon dönemi boyunca enflasyon oranında artırılmıştır. Buna ilaveten, santral kurulumundan kalan yatırım tutarı 2024 yılında gösterilmiştir.

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Mevcut Yatırımdan Kalan Yatırım Tutarı	48.847	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bakım Giderleri	0	0	108	110	112	115	117	119	122	124	127
<b>Toplam</b>	<b>48.847</b>	<b>0</b>	<b>108</b>	<b>110</b>	<b>112</b>	<b>115</b>	<b>117</b>	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>124</b>	<b>127</b>

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2035T	2036T	2037T	2038T	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T
Mevcut Yatırımdan Kalan Yatırım Tutarı	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Bakım Giderleri	129	132	134	137	140	143	145	148	151	154	157
<b>Toplam</b>	<b>129</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>137</b>	<b>140</b>	<b>143</b>	<b>145</b>	<b>148</b>	<b>151</b>	<b>154</b>	<b>157</b>

Yatırım Harcamaları (bin USD)	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Mevcut Yatırımdan Kalan Yatırım Tutarı	0	0	0	0	0	0	0	0
Bakım Giderleri	161	164	167	170	174	177	181	185
<b>Toplam</b>	<b>161</b>	<b>164</b>	<b>167</b>	<b>170</b>	<b>174</b>	<b>177</b>	<b>181</b>	<b>185</b>

Kaynak: Şirket tahminleri

**Serbest Nakit Akımı:**

Projeksiyon döneminde hesaplanan dönem vergisi, net işletme sermayesi fazlası veya ihtiyacı ile yatırım harcamaları doğrultusunda beklenen serbest nakit akımları aşağıdaki tabloda bulunmaktadır.

Serbest Nakit Akımı (bin USD)	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T	2035T	2036T	2037T	2038T
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	21.093
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%	-2,3%
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	2.075
<b>FAVÖK</b>	<b>13.028</b>	<b>21.337</b>	<b>19.599</b>	<b>10.756</b>	<b>10.730</b>	<b>10.666</b>	<b>10.621</b>	<b>10.569</b>	<b>10.541</b>	<b>10.475</b>	<b>10.427</b>	<b>12.358</b>	<b>20.133</b>	<b>19.457</b>	<b>19.018</b>
FAVÖK Marjı	90%	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	132
<b>FVÖK</b>	<b>326</b>	<b>8.634</b>	<b>6.875</b>	<b>-1.990</b>	<b>-2.039</b>	<b>-2.126</b>	<b>-2.194</b>	<b>-2.248</b>	<b>-2.279</b>	<b>-2.347</b>	<b>10.305</b>	<b>12.234</b>	<b>20.007</b>	<b>19.328</b>	<b>18.886</b>
Vergi	8	207	165	0	0	0	0	0	0	0	247	294	480	464	453
NİS Fazlası/ (İhtiyacı)	943	264	-720	-379	-1	-3	-2	-3	-1	-3	-2	82	332	559	-32
Yatırım Harcamaları	48.847	0	108	110	112	115	117	119	122	124	127	129	132	134	137
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-36.769</b>	<b>20.866</b>	<b>20.046</b>	<b>11.024</b>	<b>10.618</b>	<b>10.554</b>	<b>10.506</b>	<b>10.453</b>	<b>10.421</b>	<b>10.354</b>	<b>10.055</b>	<b>11.853</b>	<b>19.189</b>	<b>18.300</b>	<b>18.460</b>

**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER ANONİM ŞİRKETİ**



Serbest Nakit Akımı (bin USD)	2039T	2040T	2041T	2042T	2043T	2044T	2045T	2046T	2047T	2048T	2049T	2050T	2051T	2052T	2053T
Hasılat	20.406	20.708	21.302	21.137	21.058	21.420	21.708	22.037	22.370	22.744	23.047	23.396	23.755	24.163	22.259
Büyüme	-3,3%	1,5%	2,9%	-0,8%	-0,4%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	1,3%	1,5%	1,5%	1,7%	-7,9%
İşletme Gideri	2.007	2.037	2.096	2.079	2.071	2.106	2.135	2.167	2.200	2.237	2.267	2.301	2.336	2.376	2.189
FAVÖK	18.398	18.671	19.207	19.058	18.987	19.313	19.574	19.870	20.170	20.507	20.780	21.095	21.419	21.787	20.070
FAVÖK Marjı	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%	90%
Amortisman (-)	134	137	140	143	146	148	151	154	158	161	164	167	171	174	539
FVÖK	18.264	18.534	19.067	18.915	18.842	19.165	19.422	19.716	20.013	20.347	20.617	20.928	21.249	21.613	19.531
Vergi	438	445	458	454	452	-9.348	4.661	4.732	4.803	4.883	4.948	5.023	5.100	5.187	4.687
NİS Fazlası/ (İhtiyacı)	-45	20	39	-11	-5	24	19	22	22	24	20	23	24	27	-125
Yatırım Harcamaları	140	143	145	148	151	154	157	161	164	167	170	174	177	181	185
Serbest Nakit Akımı	17.866	18.064	18.565	18.467	18.389	28.483	14.736	14.956	15.182	15.432	15.642	15.876	16.119	16.392	15.323

Kaynak: Şirket tahminleri

### Erzin GES Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. AOSM hesabında, IC Enterra'nın mevcut faaliyetlerinin değerlendirilmesi hesabında kullanılan sayılar baz alınmıştır.

### 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

FAVÖK	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
FAVÖK	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.

**VII. 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	$C=\Sigma(AxB)$		933.982	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Firma Değeri İçindeki Trabzon Enerji Azınlık Hissedarlarının Payı*	$D=Cx\%0,12$		1.121	
IC Enterra Yenilenebilir Enerji'nin Trabzon Enerji'nin Azınlık Hissedar Payları ile 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)	$N=LxM$		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 akımları 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

**VIII. EKLER**
**Ek 1: Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Bilgileri**

Şirket Adı	Ülke	Faaliyet Konusu
Iberdrola, S.A.	İspanya	Şirket, 1840 yılında kurulmuş olup genel merkezi İspanya'dadır. Iberdrola, S.A. İspanya, Birleşik Krallık, Amerika Birleşik Devletleri, Meksika, Brezilya, Almanya, Fransa ve Avustralya'da elektrik üretimi, iletimi, dağıtımı ve tedariki faaliyetlerinde bulunmaktadır.
RWE Aktiengesellschaft	Almanya	Şirket, 1988 yılında kurulmuş olup genel merkezi Almanya'dadır. Şirket, başta Almanya, Birleşik Krallık, Avrupa, Kuzey Amerika ve uluslararası olmak üzere yenilenebilir ve geleneksel kaynaklardan elektrik üretmekte ve tedarik etmektedir.
Endesa, S.A.	İspanya	İspanya, Portekiz, Fransa, Almanya, Fas, İtalya, Birleşik Krallık, Hollanda ve uluslararası alanda elektrik üretimi, dağıtımı ve satışı ile uğraşmaktadır. Şirket, hidroelektrik, nükleer, termik, rüzgar ve güneş gibi çeşitli enerji kaynaklarından elektrik üretmektedir. 2022 yıl sonu itibarıyla, toplam portföyü 22.044 MW kurulu güce sahiptir.
Innergex Renewable Energy Inc.	Kanada	Şirket, 1990 yılında kurulmuş olup merkezi Longueuil, Kanada'dadır. Innergex Renewable Energy Inc., Kanada, ABD, Fransa ve Şili'de faaliyet gösteren yenilenebilir enerji üreticisidir. Hidroelektrik tesisleri, rüzgar ve güneş çiftlikleri ile enerji depolama tesislerini satın almakta, geliştirmekte ve işletmektedir. Şirket, hidroelektrik enerji üretimi, rüzgar enerjisi üretimi ve güneş enerjisi üretimi olmak üzere üç segmentte faaliyet göstermektedir.
Auren Energia S.A.	Brezilya	2017 yılında kurulan Şirket'in genel merkezi Sao Paulo, Brezilya'dadır. Auren Energia S.A., Brezilya'da yenilenebilir enerji üretim varlıklarının planlanması, inşası, kurulumu, işletilmesi ve bakımı ile iştigal etmektedir. Şirket, toplam kurulu gücü 3,1 GW olan rüzgar ve hidroelektrik enerji üretim sistemlerini işletmektedir. Önceki unvanı VTRM Energia Participações S.A. olan Şirket, 23 Mart 2022 yılında unvanını Auren Energia S.A. olarak değiştirmiştir.
GEPIC Energy Development Co. Ltd.	Çin	1997 yılında kurulan Şirket'in genel merkezi Lanzhou, Çin'dedir. GEPIC Energy Development Co. Ltd., Çin'de yeni enerji kaynaklarına ve hidroelektrik yenilenebilir enerji projelerine yatırım yapıp geliştirmektedir. Esas faaliyet alanı elektrik üretimi ve satışlarıdır. Şirket'in başlıca enerji üretim kaynakları hidroelektrik, rüzgar ve güneştir. Faaliyetlerini ağırlıklı olarak Çin'in Gansu Eyaletinde sürdürmektedir.
AES Brasil Energia S.A.	Brezilya	2000 yılında kurulan Şirket'in genel merkezi, Sao Paulo, Brezilya'da bulunmaktadır. AES Brasil Energia S.A., iştirakleri/bağlı ortaklıklarıyla beraber Brezilya'da yenilenebilir enerji üretimiyle iştigal etmektedir. Hidroelektrik, rüzgar ve güneş kaynaklarından elektrik üretmektedir. Şirket'in portföyünde yer alan santrallerin toplam kurulu gücü yapım aşamasında olanlar da dahil olmak 5,2 GW'tır. Bu portföyün %52'si HES'lerden, %43'ü RES'lerden ve %46'sı GES'lerden oluşmaktadır.
Scatec ASA	Norveç	2007 yılında kurulan Şirket'in merkezi Oslo, Norveç'tedir. Scatec ASA, bağlı ortaklıkları ve iştirakleri ile birlikte dünya çapında yenilenebilir enerji üreticisi olarak faaliyet göstermektedir. Şirket, enerji üretimi, geliştirme ve inşası olmak üzere farklı segmentlerde faaliyetlerini gerçekleştirmektedir. Mevcutta 33.375 MW kurulu güce sahip güneş, rüzgar ve hidroelektrik santralleri bulunmakta olup yapım aşamasında olan toplam 1.267 MW'a sahip GES ve

		enerji depolama tesisi de bulunmaktadır. Şirket daha önce Scatec Solar ASA olarak bilinmekte olup Kasım 2020’de mevcut unvana geçilmiştir.
<b>CK Power Public Company</b>	Tayland	2011 yılında kurulmuş olan Şirket’in genel merkezi Bangkok, Tayland’dadır. CK Power Public Company Limited, bağlı ortaklıkları/iştirakleri aracılığıyla Tayland’da ve uluslararası alanda elektrik ve buhar üretmekte ve satmaktadır. Üretim gerçekleştirdiği santraller ise kojenerasyon, güneş ve hidroelektrik santralleridir. Aynı zamanda elektrik üreten projelerle ilgili danışmanlık hizmetleri de sağlamaktadır.
<b>Genex Power Limited</b>	Avustralya	2011 yılında kurulmuş olan Şirket’in genel merkezi Sydney, Avustralya’dadır. Genex Power Limited, Avustralya’da yenilenebilir enerji üretimi ve depolama projeleri geliştiren bir şirkettir. Şirket; hidro, rüzgar ve güneş projeleriyle elektrik üretmekte olup toplam kurulu gücü 350 MW’tır.



**Ek 2: Sorumluluk Beyanı**

**SERMayE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA**  
(Ortaklıklar Finansman Dairesi)  
Eskişehir Yolu 8. Kilometre No:156, 06530, ANKARA

23.02.2024

**Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı**

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih ve 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. Maddesi çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporumuzda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

  
AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

Engin Yegül  
Bölüm Başkanı

Kemal Ulaş Ünal  
Müdür

**Ek 3: Yetkinlik Beyanı**

**SERMAYE PİYASASI KURULU BAŞKANLIĞINA**  
**(Ortaklıklar Finansman Dairesi)**  
**Eskişehir Yolu 8. Kilometre No:156, 06530, ANKARA**

23.02.2024

**Fiyat Tespit Raporu Yetkinlik Beyanı**

IC Enterra Yenilenebilir Enerji A.Ş.'nin şirket değerinin tespiti amacıyla tarafımızca düzenlenen değerlendirme raporuna ilişkin olarak, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı haftalık bülteni ile kamuya duyurulan, 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca gayrimenkul dışı varlıkların değerlemesinde uyulacak genel esaslarda belirtilen;

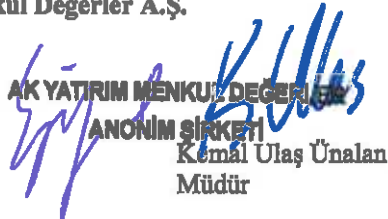
- Kurul'ca geniş yetkili olarak yetkilendirilmiş bir aracı kuruluş olarak, değerlemeyi yapacak "Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı" veya "Türev Araçlar Lisansı"na sahip tam zamanlı olarak istihdam edilen en az 10 çalışanı,
- Ayrı bir Kurumsal Finansman Bölümü'ne,
- Değerleme çalışmaları sırasında kullanılması gereken prosedürlerin bulunduğu kuruluş genelgesi, değerlendirme metodolojisi, el kitabı veya benzeri belirlenmiş prosedürlere,
- Müşteri kabulü, çalışmanın yürütülmesi, raporun hazırlanması ve imzalanması süreçlerinde kullanılacak kontrol çizelgeleri veya benzeri dokümanlara,
- Değerleme çalışmalarının teknik altyapısını oluşturan her türlü bilgi bankası, iç genelge, geliştirilmiş know-how ve benzeri unsurlara,
- Değerleme çalışmalarında ihtiyaç duyulan bilgilerin elde edilmesi ile ilgili araştırma altyapısına,

sahip olduğumuzu, Şirket ile doğrudan ve dolaylı olarak sermaye ve yönetim ilişkimizin bulunmadığını ve raporun SPK'nın yayımlanmış olduğu III-62.1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ" ve Türkiye Sermaye Piyasaları Birliği tarafından yayımlanan Uluslararası Değerleme Standartları kapsamında yürütüldüğünü ve tüm yönleriyle ilgili standartlara uyduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

**Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.**

Engin Yegül  
Bölüm Başkanı

  
**AK YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.**  
**ANONİM ŞİRKETİ**  
Kemal Ulaş Ünal  
Müdür

#### Ek 4: Lisans Belgeleri

##### Engin Yegül

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/FA817227-3CBB-45DD-A066-6DD0B8D3C61F>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	20.02.2007	202350	<b>AKTİF LİSANS</b>

**ENGİN YEGÜL**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız**

SPL Türev Lisansı Yeterlilik linki: <https://lists.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/7BA6DA89-28D2-4AB7-959B-B1C2935294A5>

### SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	8.02.2008	300695	<b>AKTİF LİSANS</b>

**ENGİN YEGÜL**, Türev Araçlar Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Türev Araçlar Lisansı türüne ait 8 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Türev Araçlar Lisansını almaya hak kazanmıştır.

**Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız**

  
AKKONUTYEMENKULDEĞERLEME  
A.Ş. MÜDÜRLÜĞÜ

### Duygu Haker Sen

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/AB69B5C6-9784-4D02-8EC2-DCED3391E7BD>

## SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	16.03.2010	204467	<b>AKTİF LİSANS</b>

**DUYGU HAKER SEN**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

### Kemal Ulaş Ünal

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/DC7BCC1B-2395-4004-9C60-BCEDF2156487>

## SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluştur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
	30.10.2020	912658	<b>AKTİF LİSANS</b>

**KEMAL ULAŞ ÜNALAN**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

### Yiğit Can Ayta

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik linki: <https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/9EBBA314-E161-4C53-B1CA-0040BD149E0F>

  
AKYATIRIM MENKUL DEĞERLER  
ANONİM ŞİRKETİ

## SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının köresel bir amaçla olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluğudur.



**DÜZENLENDİĞİ TARİH**  
29.08.2023

**BELGE KUMARASI**  
92/496

**LİSANS DURUMU**  
AKTİF LİSANS

**YİĞİT CAN AYLA**, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortamlarda ilgili faaliyet alanı itibarıyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerinin gösterebileceği Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin: [Tıklayınız](#)