

İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.

Fiyat Tespit Raporu Görüşü

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 22/06/2013 tarihinde Resmi Gazete'de yayınlanan Seri: VII 128.1 numaralı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 2. fıkrası kapsamında hazırlanmıştır. Raporda yer verilen tüm bilgi ve sayısal değerler, 15 Temmuz 2023 tarihinde Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporundan elde edilmiştir.

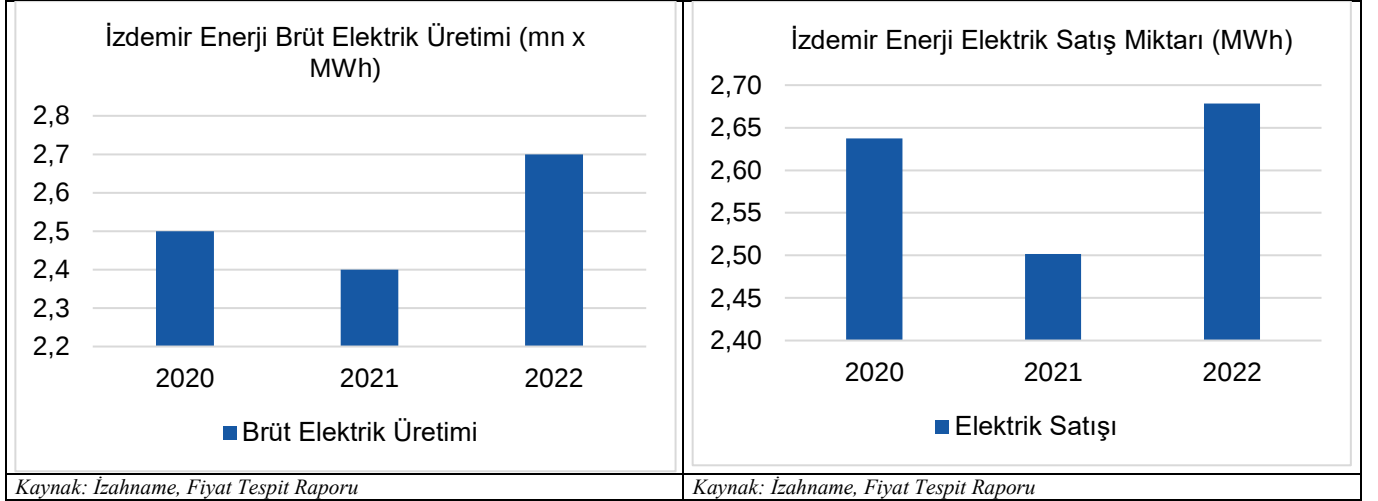
1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

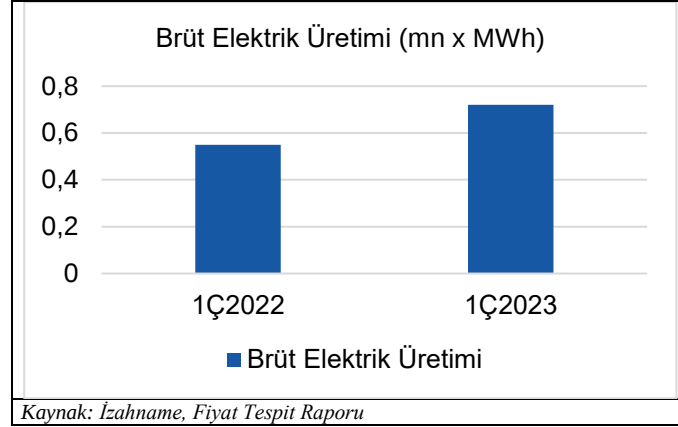
İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş. ("Şirket" veya "İzdemir Enerji") İzmir'de 87,072 m²'si kapalı ve 16,413 m²'si açık olmak üzere toplam 103,485m² kapalı alanda 1 adet termik santrale, elektrik üretimi alanında faaliyet göstermektedir. Santral toplam 370MW kurula güce sahiptir ve yakıt olarak ithal kömür kullanmaktadır. Santralde pulverize kömür yakma teknolojisine sahip olduğu içi, yüksek verimliliğe ve yüksek emre amadeliğe sahiptir.

Santral inşaatına Aralık 2011 tarihinde başlanmış ve Nisan 2014 tarihinde ise elektrik üretimine başlamıştır.

Santralde temiz kömür yakma teknolojilerinden, pulverize kömür yakma teknolojisi kullanılmaktadır. Ana yakıt olarak ithal kömür ve devreye alma yakıtı olarak doğalgaz kullanılmaktadır.

Kapalı stok sahasından bantlı taşıma sistemi ile değirmenlere iletilen kömür, toz haline getirilip brülörler aracılığı ile kazanda yakılmaktadır. Kazandan çıkan yüksek sıcaklık ve basınçtaki buhar, türbine gönderilerek türbinin dönmesini sağlar ve türbin rotoruna bağlı olan jeneratörde elektrik üretilir.





Şirketin gelirleri düzenli olarak artmaktadır. 2020 yılında satış gelirleri 884 milyon TL seviyesinden 2021 yılında %55 artışla 1,4 milyar TL seviyesine ve 2022 yılında %394 artışla 6,8 milyar TL seviyesine yükselmiştir. 2023'ün ilk çeyreği sonunda ise %117 artışla 1,8 milyar TL seviyesinde gelir elde etmiştir.

2. Şirketin Faaliyet Gösterdiği Sektörler Hakkında

Şirketin esas faaliyet konusu elektrik üretimi ve satışlarıdır. Şirketin gelirlerinin tamamı yurtiçinde yaratılmaktadır ve Türkiye elektrik tüketimi ve talebi, şirketin gelirlerinin ana belirleyicisidir. Brüt elektrik üretimi/talebi, GSYİH büyümesi ve endüstriyel talep ile önemli ölçüde ilişkilidir ve 0,79 gibi yüksek bir korelasyona sahiptir. Türkiye elektrik tüketimi, 2010-2021 yılları arasında yıllık ortalama %4,75 oranında büyümüştür. Aynı dönemde yıllık ortalama GSYİH büyümesi %6,24'dür. Elektrik tüketimindeki artışta, esasen artan ekonomik faaliyet, genişleyen nüfus ve kentleşme destekleyici olmuştur.

Piyasa İşleyişi

Elektrik piyasasında 5 temel taraf bulunmaktadır;

Üreticiler:

2022 yıl sonu itibarıyla, kamu ve özel sektör kuruluşlarının toplam kurulu gücü 103,81GW'dır. 2022 yılında özel sektör enerji üreticileri Türkiye'de üretilen toplam elektriğin %86'sını üretmiştir. Toplam elektrik üretiminin %60 termik santraller tarafından gerçekleştirilmiştir.

İletim:

Bir kamu kuruluşu olan TEİAŞ elektrik iletim hizmetinin yanında dengeleme güç piyasası ile alakalı diğer yan hizmetleri de sunar.

Toptan Satış:

Kamu ve özel sektör şirketleri toptan satış faaliyetlerinde bulunabilirler.

Dağıtım:

Elektrik dağıtım sektörünün özelleştirilmesi 2013 yılında tamamlanmıştır. Tamamı özel sektör oyuncuları tarafından işletilen 21 farklı dağıtım bölgesi bulunmaktadır.

Perakende Satış:

Yıllık serbest tüketici sınırını aşan tüketiciler kendi tedarikçilerini seçebilirler. Yıllık tüketimi 1.000 KWh'ın üzerinde olan kullanıcılar serbest tüketici olarak nitelendirilmektedir. Serbest tüketiciler tedarikçilerini seçebilir. Perakende lisansına sahip tedarikçiler, dağıtım bölgesine bakmaksızın uygun müşterilere satış yapabilir. Serbest tüketici sınıfına girmeye aboneler, elektriği bulundukları dağıtım bölgesindeki dağıtım şirketinin münhasır perakende şirketinden satın alır.

3. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi

Şirket	İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş.	
Talep Toplama Tarihi	8-9-10 Ağustos 2023	
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı	75.000.000 TL nominal değerli pay
	Ortak Satışı Yöntemi	40.100.000 TL nominal değerli pay
Halka Arz Edilecek Payların Dağılımı	69.060.000 TL nominal değerli paylar	(%60) Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar
	46.040.000 TL nominal değerli paylar	(%40) Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Halka Arz Fiyatı	19,00 TL	
Öngörülen Piyasa Değeri (Halka Arz Öncesi)	9.500.000.000 TL	
Tahmini Arz Büyüklüğü	2.186.900.000 TL (Ek satış dahil 2.625.800.000 TL)	
Halka Açıklık Oranı	%20,0	
Fon Kullanım Yeri	%75-80'i Güneş Enerjisi Santrali Kurulması %20-25'i İşletme Sermayesi Finansmanı	

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

4. Şirket Ortaklık Yapısı

Pay Sahibi	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Tutarı (TL)	Oranı (%)	Tutarı (TL)	Oranı (%)
İzmir Demir Çelik Sanayi A.Ş.	427.186.526	85,44%	387.086.526	67,31%
Şahin Koç Çelik Sanayi A.Ş.	25.316.000	5,06%	25.316.000	4,40%
İDC Liman İşletmeleri A.Ş.	37.264.842	7,45%	37.264.842	6,48%
Akdemir Çelik Sanayi Ve Ticaret A.Ş.	9.852.632	1,97%	9.852.632	1,71%
Halil Şahin	380.000	0,08%	380.000	0,06%
Halka Açıklık Oranı	-	-	115.100.000	20,01%
Toplam	500.000.000	100%	575.000.000	100%

5. Şirket'in Operasyonları ve Finansalları Hakkında Özet Bilgi

Gelir Tablosu (mn TL)	01.01.2020 31.12.2020	01.01.2021 31.12.2021	01.01.2022 31.12.2022	01.01.2022 31.03.2022	01.01.2023 31.03.2023
Gelirler	884,0	1.368,4	6.759,7	824,6	1.795,0
SMM	-709,2	-1.046,7	-4.394,9	595,5	1.581,6
Brüt Kar	174,7	321,6	2.364,7	229,0	213,3
Genel Yönetim Giderleri	-13,3	-15,8	-29,8	-229,0	-213,3
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	5,5	27,7	32,7	7,2	15,6
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-8,0	-4,7	-521,0	-0,7	-13,6
Esas Faaliyet Karı	158,8	328,7	1.846,7	230,5	200,1
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,1	0,08	-	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-	-	-15,4	-0,8	-
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	159,0	328,8	1.831,3	229,6	200,1
Finansman Gelirleri	0,9	2,4	2,8	1,6	1,2
Finansman Giderleri	-261,1	-689,1	-572,3	-152,9	-19,5
Vergi Öncesi Karı / (Zararı)	-101,1	-357,9	1.261,8	78,3	181,9
Vergi Geliri / (Gideri)	-29,5	38,7	-126,2	-18,4	-21,0
Dönem Vergi (Gideri) Geliri	-	-	-13,0	-	-1,1
Ertelenmiş Vergi (Gideri) Geliri	-29,5	38,7	-113,2	-18,4	-19,9
Dönem Karı / (Zararı)	-130,7	-319,2	1.135,5	59,8	160,8

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

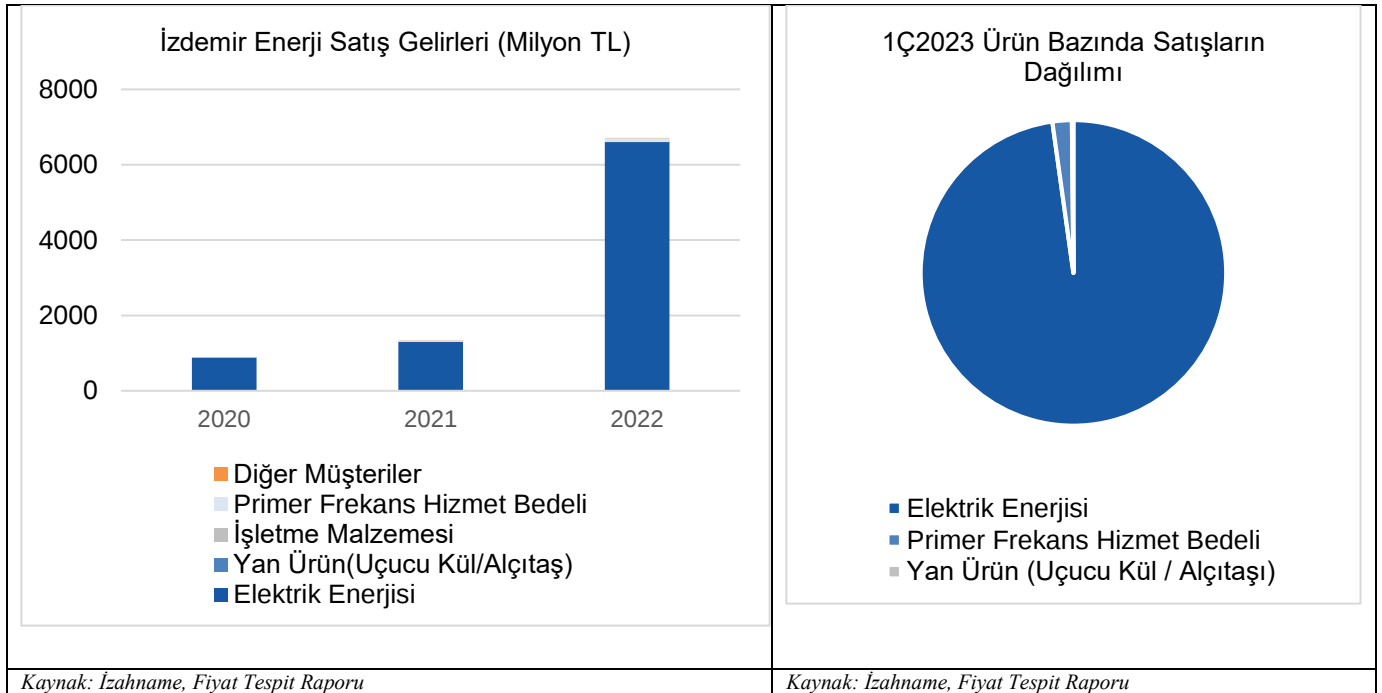
Bilanço (mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Nakit ve Nakit Benzeri	2,9	56,5	14,2	205,6
Finansal Yatırımlar	0,2	0,2	0,2	0,2
Ticari Alacaklar	28,6	18,6	65,0	17,9
İlişkili Olan Taraflardan Ticari Alacaklar	25,8	3,5	16,1	5,4
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	2,8	15,0	48,9	12,5
Diğer Alacaklar	0,06	0,10	0,11	0,2
Stoklar	230,4	256,1	737,9	673,0
Peşin Ödenmiş Giderler	7,9	17,6	71,4	14,6
Diğer Dönen Varlıklar	0,20	0,2	71,4	14,6
Maddi Duran Varlıklar	1.713,6	1.653,9	1.664,3	1.655,2
Kullanım Hakkı Varlıkları	0,4	0,5	4,657,2	6,0
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	0,2	0,2	0,2	0,1

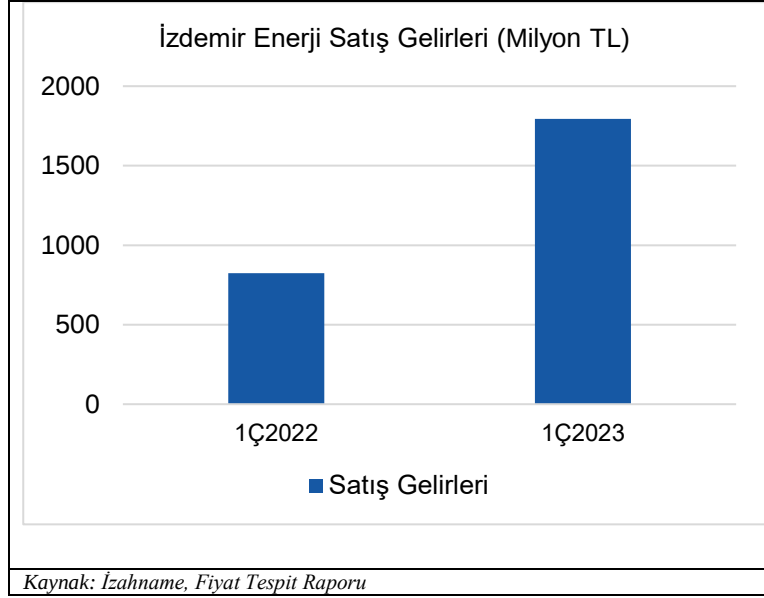
Peşin Ödenmiş Giderler	-	6,3	2,1	48,6
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	439,6	463,9
Toplam Varlıklar	1.984,8	2.010,5	3.000,0	3.086,0
KV Borçlanmalar	406,2	843,7	434,0	38,0
UV Borçların KV Kısımları	236,9	402,8	275,4	284,8
Ticari Borçlar	15,6	11,7	36,1	23,3
Diğer KV Yükümlülükler	8,7	1,7	99,5	22,8
UV Borçlanmalar	315,4	185,2	2,4	3,1
Diğer Borçlar	0,09	0,006	0,02	1,3
UV Karşılıklar	4,8	6,3	16,3	19,8
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	101,2	62,3	-	-
Özkaynaklar	613,6	404,0	2.121,9	2.324,4
Toplam Kaynaklar	1.984,8	2.010,5	3.000,0	3.086,0

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

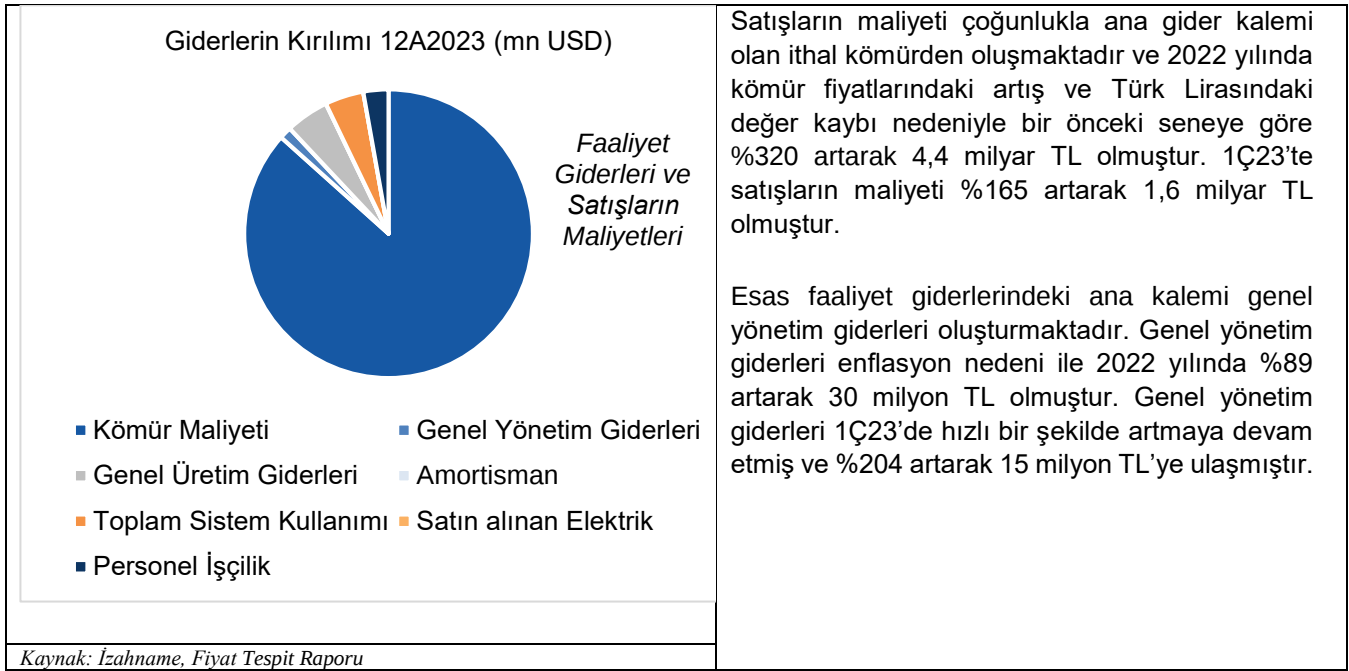
5.1. Gelirler

Şirketin ana gelir kalemi elektrik satışları oluşturmaktadır. Şirket'in gelirleri 2022 yılında artan elektrik fiyatları ve Türk Lirası'ndaki değer kaybı sayesinde %394 büyüyerek 6,8 milyar TL'ye ulaşmıştır. 2023 yılının ilk çeyreğinde gelirler bir önceki seneye göre artmaya devam eden elektrik fiyatları nedeniyle büyümeye devam etmiş ve %117 büyüyerek 1,8 milyar TL'ye ulaşmıştır.





5.2. Giderler (Satılan Malların Maliyeti ve Faaliyet Giderleri)



Brüt kar 2022'de yıllık %635 artışla 2.4 milyar TL olmuştur. Aynı yılda esas faaliyet karı ise 1,8 milyar TL'ye yükselmiştir. (2021: 329 milyon TL). Brüt kar marjı ise 2021'de %23,5 iken 2022'de %34,9'a yükselmiştir. 1Ç23'de brüt kar bir önceki seneye göre %7 düşerek 213 milyon TL olmuştur, esas faaliyet karı ise %13 düşerek 200 milyon TL olmuştur.

5.3. Esas Faaliyet Karı

Şirket 2022 yılında yıllık %461 artışla 1,8 milyar TL esas faaliyet karı elde etmiştir. Esas faaliyet kar marjı ise 2021'deki %24'den 2022'de %27,3'e yükselmiştir. 1Ç23'te esas faaliyet karı %13 düşerek 200 milyon TL olmuş ve esas faaliyet kar marjı bir önceki seneye göre 17 puan düşerek %11 olmuştur.

5.4. Borçluluk Durumu

Şirketin Net Borcu 1Ç23'de 578 milyon TL azalarak, 120 milyon TL'ye düşmüştür.

(mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Toplam Finansal Borçlar	958,6	1.431,8	711,9	326,0
Nakit ve Nakit Benzerleri	-2,9	-56,5	-14,2	205,6
Net Finansal Borç	955,7	1.375,2	697,7	120,3
Toplam Öz Kaynak	613,5	404,0	2.121,9	2.324,4
Net Finansal Borç / Öz Kaynak	%156	%340	%33	%5
VAFÖK	213,5	399,1	1.929,9	1.888,3
Net Finansal Borç / VAFÖK	4,5	3,4	0,36	0,06

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

5.5. Net Kar

Şirket 2020 ve 2021 yıllarında sırasıyla 131 milyon TL ve 319 milyon TL zarar etmiştir.

2022 yılında 1,1 milyar TL, 1Ç22'de 60 milyon TL, 1Ç23'de 161 milyon TL kar etmiştir, kar marjları bu dönemlerde sırasıyla %16, %7 ve %9 olmuştur.

5.6. Net İşletme Sermayesi ve Yatırım Harcamaları

Net İşletme Sermayesi (mn TL)	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	31.03.2023
Dönen Varlıklar	270,2	349,3	888,9	911,7
Kısa Vadeli Yükümlülükler	949,7	1.352,5	859,3	738,5
Net İşletme Sermayesi	-679,4	-1.003,2	29,6	173,2
Satış Gelirleri	884,0	1.368,4	6.759,7	1.795,0
NİŞ / Satış Gelirleri	-76%	-73%	0,4%	10%

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

Fiyat Tespit Raporunda, net işletme sermayesi, dönen varlıklarla kısa vadeli yükümlülükler arasındaki fark olarak tanımlanmıştır ve bu haliyle, Şirket'in, 2020 yılında 680 milyon TL olan eksi Net İşletme Sermayesi, 2021 yılında kısa vadeli borçların artmasıyla eksi 1 milyar TL'ye çıkmıştır. 2022 yılında ise kısa vadeli borçlardaki düşüş ve stoklardaki artışla net işletme sermayesi artı 30 milyon TL'ye ulaşmıştır. 1Ç23'te ise kısa vadeli borçlardaki düşüşle net işletme sermayesi 173 milyon TL'ye çıkmıştır.

6. Riskler

Fiyat Tespit Raporu ve İzahname’de Şirket’in faaliyetlerine yönelik yer verilen bazı temel risk unsurlarını:

- Şirket’in işletme verimliliğinin beklenen çıktı veya verimlilik seviyelerinin altında olması,
- Hammadde tedarikinde yaşanabilecek aksaklıklar, Şirket’in faaliyetlerini, finansal durumunu ve geleceğe yönelik beklentilerini olumsuz etkilemesi,
- Elektrik fiyatında meydana gelebilecek değişiklikler

olarak sıralayabiliriz.

7. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Garanti Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş., İzdemir Enerji Elektrik Üretim A.Ş. paylarının halka arz fiyatını belirlerken “İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA)”, ve “Yurtiçi ve Yurtdışı Benzer Şirketler (FD/VAFÖK çarpanı) yöntemlerini kullanmış ve bu yöntemler %50 olarak eşit ağırlıklandırılmıştır.

a) İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

Bu yöntem kapsamında, Şirket’in lisans süresi göz önüne alınarak 2058’e kadar nakit akışlarının projeksiyonu yapılmış ve AOSM (Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti) yöntemi kullanılarak bu değerler bugüne indirgenmiştir.

Tahmin dönemi nakit akışları için temel girdi ve varsayımlar şu şekildedir:

- **Genel Varsayımlar:** Şirket’in fonksiyonel para birimi TL olsa da, Şirket’in satışlarının ve maliyetlerinin çoğunun USD para birimine endeksli olduğu için projeksiyonlar ve değerlendirme USD cinsinden yapılmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca her bir yıl için kapasite kullanım oranının geçmiş 2 yıl ortalaması olan %91,7 olacağı varsayılmıştır. Değerleme boyunca kullanılan ABD ve Türkiye enflasyon verileri için IMF’nin 2023 – 2027 tahminleri kullanılmıştır. USD/TL paritesi için de öngörülen enflasyon oranları üzerinden hesaplama yapılmıştır.

Şirketi’n 2024 yılı sonunda devreye almaya planladığı 75MW kurulu güce sahip GES’in yaratması öngörülen nakit akışları da değerlendirme çalışması kapsamında dikkate alınmıştır.

Makro Varsayımlar	2023	2024	2025	2026	2027	2028
TL Enflasyonu	%50,6	%35,2	%24,9	%20,0	%20,0	%20,0
USD Enflasyonu	%5,5	%2,3	%2,1	%2,0	%2,0	%2,0
Ortalama USD/TL	22,51	29,92	36,45	42,87	50,35	59,28
Yıl Sonu USD/TL	26,32	33,52	39,19	46,34	54,36	64,21

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

- Gelir Varsayımları:

	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Elektrik Fiyatı (USD/MWh)	97,4	104,1	125,6	131,7	131,6	129,1
Net Satışlar (mn USD)	244	263	314	326	326	326
Net Satışlar Büyüme	-	%7,7	%19,3	%3,8	%0	%0

- Gider Varsayımları:

mn USD	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Kömür Maliyeti	173,2	177,5	180,7	189,4	189,2	189,1
Amortisman	3,2	2,4	1,9	1,6	1,4	1,1
Genel Üretim Gideri	9,7	10,4	12,4	12,9	12,9	12,9
Toplam Sistem Kullanım Giderleri	8,7	8,9	9,1	9,3	9,5	9,7
Satın Alınan Elektrik Maliyeti	18,9	21,4	22,8	21,6	21,4	21,7
Personel İşçilik Giderleri	5,7	5,8	5,9	6,0	6,2	6,3
Toplam SMM	219,4	226,4	232,8	240,8	240,5	240,8
Büyüme	-	%3,1	%2,8	%3,4	-%0,12	%0,12
Genel Yönetim Giderleri	2,73	2,79	2,85	2,91	2,97	3,03
Toplam Faaliyet Giderleri	2,73	2,79	2,85	2,91	2,97	3,03

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

- Marjlara Yönelik Öngörüler:

mn USD	9A2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	149,3	263,2	316,25	326,3	325,7	325,9
VAFÖK	11,7	77,8	82,5	82,3	82,1	80,1
VAFÖK Marjı	%7,9	%12,9	%24,8	%25,3	%25,3	%25,3

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

- Net İşletme Sermayesine Yönelik Öngörüler:

mn USD	12A2023	2024	2025	2026	2027	2028
Net Satışlar	253,3	263,2	316,25	326,3	325,7	325,9
NİS	22,8	23,7	25,3	26,2	26,1	26,1
NİS / Net Satışlar	0,09	0,09	0,08	0,08	0,08	0,08
NİS Değişim	4,8	0,9	1,6	0,9	(0,0)	(0,0)

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu

- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti Varsayımları:

- Risksiz getiri oranı olarak Türkiye Devleti USD Eurobond faiz oranı olan %8,79 alınmıştır ve projeksiyon dönemi boyunca sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Projeksiyon dönemi boyunca risk primi %5,5 ve şirket spesifik risk primi 1,00% olarak sabit tutulmuştur.
- Vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranı olan %8,79'a %5 prim eklenmesi yoluyla %13,79 olarak hesaplanmış ve sabit kalacağı varsayılmıştır.
- Halka arz döneminden itibaren beş hesap dönemi için kurumlar vergisi indirimi de hesaba katılarak 2023-2027 arası için %22 ve 2028 sonrasında %24 olarak hesaplanmıştır.
- Şirketin Borç / Öz Kaynak oranı hesaplanırken %10,6 kullanılmıştır.

Yapılan hesaplamalar sonucunda ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti (AOSM) 2023-2027 yılları için %13,76, 2028 ve sonrası için 13,73% olmuştur ve indirgenmiş nakit akımı yöntemine göre Şirket'in firma değeri 448 milyon USD olarak hesaplanmıştır. Net borç tutarının çıkarılmasıyla Şirket'in öz sermayesi 442 milyon USD olarak hesaplanmıştır.

b) Yurtiçi ve Yurtdışı Benzer Şirket Çarpan Analizi Yöntemi

Analiz sırasında hem yurtiçi hem de yurtdışı şirketler için 3,5x – 14,5x aralığındaki çarpanlar dikkate alınmıştır. Yurtiçi benzer şirketlerde BİST'te işlem gören elektrik üretim şirketler incelenmiştir. Çarpanlar incelenirken FD/VAFÖK çarpanı dikkate alınmıştır. Böylelikle benzer yurtiçi şirketlerin (ki bunlar Çan2 Termik A.Ş. ve Aksa Enerji Üretim A.Ş.'dir) ortalama FD/VAFÖK oranı 7,18x ve İskonto Öncesi Piyasa Değeri 437 milyon USD olmuştur. Benzer yurtdışı şirketlerin ortalama FD/VAFÖK oranı da 8,08x ve İskonto Öncesi Piyasa Değeri 492 milyon USD olmuştur.

Yöntem		31.12.2020-31.12.20221- 31.12.2022-1Ç2023- 31.12.2023 VAFÖK Ortalaması (mn USD)	Çarpan	Firma Değeri (mn USD)	Net Borç (mn USD)	İskonto Öncesi Piyasa Değeri (mn USD)	Pay Başına Değer (USD)
Yurtiçi (%50)	FD/VAFÖK	61,6	7,18x	442,9	6,2	436,6	0,87
Yurtdışı (%50)	FD/VAFÖK	61,6	8,08x	498,4	6,2	492,1	0,98

Değerleme Sonucu:

Fiyat Tespit Raporu'nda yurtiçi ve yurtdışı benzer şirketler için FD/VAFÖK Çarpanı Analizi ve İNA değerlemesine yer verilmiştir. Çarpan Analizi Yönteminde Yurtiçi Benzer Şirketlere %50, Yurtdışı Benzer Şirketlere ise %50 ağırlık verilmiştir. Ayrıca, hem Çarpan Analizi yöntemi hem de Nakit Akımları yöntemi nihai Şirket Değeri hesaplanırken %50-%50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Yurtiçi Çarpan Analizi (%25)	
FD/VAFÖK Oranı	7,18
31.12.2020-31.12.2021-31.12.2022-1Ç2023-31.12.2023 VAFÖK Ortalaması (USD)	61.654.229
Firma Değeri (USD)	442.943.643
Yurtdışı Çarpan Analizi (%25)	
FD/VAFÖK Oranı	8,08
31.12.2020-31.12.2021-31.12.2022-1Ç2023-31.12.2023 VAFÖK Ortalaması (USD)	61.654.229
Firma Değeri (USD)	498.468.600
İNA Analizi (%50)	
Firma Değeri (USD)	448.290.678
Ağırlıklı Ortalama Firma Değeri	459.498.400
Net Borç (USD)	6.287.660
Ağırlıklı Ortalama Piyasa Değeri	453.210.741
Pay Adedi	500.000.000
Pay Başına Fiyat (USD)	0,910
14.07.2023 Tarihli TCMB Kuru	26,14
Pay Başına Fiyat (TL)	23,70
Halka Arz Fiyatı (TL)	19,0
İskonto Oranı	19,83%

Özet Görüşümüz:

İzdemir Enerji için değerleme çalışmasında “İndirgenmiş Nakit Akımları”, “Yurtdışı Benzer Şirketler” ve “Yurtiçi Benzer Şirketler (FD/FAVÖK çarpanı)” yöntemleri kullanılmıştır ve bu yöntemlere sırasıyla %50, %25 ve %25 ağırlık verilmiştir. Değerleme için başvuru yöntemleri ve nihai değerlendirme aşamasında başvuru ağırlıklandırmayı makul karşılıyoruz.

Bununla birlikte, değerlendirme sürecine dair ekli yorumlarımızı/çekincelerimizi paylaşmakta fayda görüyoruz:

- Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz.
- Değerleme için başvuru FD/FAVÖK çarpanı analizini makul buluyoruz ancak şirket büyüme ve karlılık görünümünü de dikkate alarak, diğer çarpanlara da başvurulabileceği görüşündeyiz.
- Yurtiçi benzer şirket çarpanları hesaplanırken, kullanılan şirket sayısı iki şirketle sınırlı kalmış, şirket sayısının artırılmasının değerlendirme yöntemini iyileştirebileceğini düşünüyoruz.
- Benzer çarpan metodları yoluyla değerlendirme yapılırken son 3 senelik ortalama VAFÖK kullanılmasının 2022 yılındaki, önceki iki yıla göre yüksek kalan karlılığın normalize etmek için yapıldığını tahmin ediyoruz ve makul karşılıyoruz. Bununla birlikte 62 milyon USD olan son 3 senelik ortalama VAFÖK'ün halen 2020 ve 2021 yıllarındaki VAFÖK'lerin sırasıyla %100 ve %38 üzerinde olduğunu belirtmek isteriz..
- İndirgenmiş nakit akım analizinde, Şirket'in kapasite kullanımı olarak son iki senenin ortalamasının kullanılmasını makul karşılıyor ve sürdürülebilir buluyoruz.
- Fiyat Tespit Raporu'nda esas alınan elektrik fiyatı varsayımları, güncel spot piyasa fiyatının üstündedir. Şöyle ki, raporda elektrik fiyatı 2023 yılı için 97,4 USD/MWh, 2024 yılı için ise 104,1 USD/MWh varsayılmıştır ve bu değerler 2Ç23 ortalama spot fiyatı 86 USD/MWh ve Temmuz 2023 ortalaması 75 USD/MWh'nin üzerindedir. Öte yandan, 2058 yılına kadar, elektrik fiyatı varsayımı USD enflasyonu (2025-2058 ortalama: %2) artırılmıştır. Bu haliyle, varsayılan elektrik fiyatlarının, güncel elektrik fiyatlarına göre aşağı yönlü riskler taşıdığını ve değerlemede önemli belirleyicilerden biri olduğunu belirtmekte fayda görüyoruz.
- Uygulanan %19,8'lik halka arz iskontosunun benzer işlemler nazarında, makul olduğunu düşünüyoruz.

Yukarıda değindiğimiz açıklamalar çerçevesinde, İzdemir Enerji için %19,8 halka arz iskontosuyla ortaya çıkan 19 TL'lik halka arz birim pay fiyatının makul kabul edilebilecek yöntemler ışığında hesaplandığını düşünüyoruz.

ÇEKİNCE:

Bu raporda yer alan bilgi ve veriler, araştırma grubumuz tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmamasından, kullanılan kaynaklardaki hata ve eksik bilgilerden dolayı doğabilecek zararlar konusunda kurumumuz ve kurumumuz çalışanları herhangi bir sorumluluk kabul etmez. Bu rapor yatırımcıların bilgi edinmeleri amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların yatırıma ilişkin kararlarını verirken bu rapordaki bilgilerden yararlanmaları, ancak bu rapordan etkilenmeyerek kararlarını vermeleri beklenmektedir. Bu raporun ticari amaçlı kullanımı sonucu oluşabilecek zararlardan dolayı kurumumuz hiçbir sorumluluk üstlenmemektedir. Bu rapor hiç bir şekilde menkul değerlerin satın alınması veya satılması için bir teklifi veya aracılık teklifini içermemektedir. Bu raporun tümü veya bir kısmı Yapı Kredi Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez.