

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Ak Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. tarafından hazırlanan Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	EUPWR
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %80 Grup Çalışanları : %3 Yurt İçi Kurumsal : %17
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	12-13-14 Nisan 2023
Halka Arz Öncesi Sermaye	175.000.000 TL
Sermaye Artırımı	45.000.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Ek Satış	10.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	220.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	22,73%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	27,27%
Talep Toplama Fiyatı	40,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.030.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	2.436.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	7.105.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	8.932.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2022	18,91
FD/FAVÖK 2022	14,31
PD/DD 2022	8,37

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2022	23,77
FD/FAVÖK 2022	14,31
PD/DD 2022	3,34

Özet Bilgi

- Europower Enerji 300.000 TL kuruluş sermayesi ile Ankara Kahramankazan'da bulunan Girişim Elektrik'e ait fabrika kampüsünde kurulmuş olup kuruluş esas sözleşmesi 18.07.2008 tarihinde tescil edilmiş ve 23.07.2008 tarihli ve 7111 sayılı Türkiye Ticaret Sicil Gazetesinde ilan edilmiştir.
- 2008 yılında Ankara Kahramankazan'da bulunan 5.626 m² arsa üzerinde 7.925 m² kapalı alana sahip ilk fabrika devreye girmiştir. Fabrikada orta gerilim modüler hücre, alçak gerilim panoları, beton ve sac köşk üretimi başlamıştır.
- Europower, sektörde farklı standartlara uygun alçak gerilim, orta gerilim ve yüksek gerilim (AG, OG ve YG) ekipmanı ve malzemeleri üreten bir şirket olup Ar-ge merkeziyle de yeni ürünlerin tasarlanması, geliştirilmesi ve üretimi konusunda faaliyet göstermektedir. Şirket, ürettiği bu elektriksel ve elektromekanik ürünlerin ve sistemlerin ihracatını bugüne kadar 66 ülkeye gerçekleştirmiş olup ürettiği tüm ürünler ve bu ürünlerin kullanıldığı sistemlerin tamamı için mühendislik, tasarım, anahtar teslim kurulum, uygulama, test, devreye alma ve eğitim hizmetleri de vermektedir.
- 2011 yılında üretim için ön testler yapmak ve Ar-ge faaliyetlerinde bulunmak için Şirket bünyesinde, ILAC (International Laboratory Accreditation Cooperation) ve TÜRKAK (Türk Akreditasyon Kurumu) akreditasyonuna sahip yüksek gerilim test laboratuvarı kurulmuştur.
- Şirket, fabrika kampüsü içinde bulunan TÜRKAK (Türk Akreditasyon Kurumu) akreditasyonuna sahip (Akreditasyon No: AB-0517T) yüksek gerilim laboratuvarında da 245 kV'a kadar ürünleri test edebilecek kapasiteye sahiptir. Şirket'in test laboratuvarı, 134 test için akredite edilmiş olup Avrupa standartlarına (IEC'ye) uygun özel, rutin ve tip testler gerçekleştirmektedir. Europower test mühendisi ve teknisyenleriyle YG, OG, AG seviyelerinde saha testleri ve devreye alma hizmetleri, enerji kalitesinin ölçümü, raporlanması ve servis konularında da hizmet vermektedir. Test laboratuvarına eklenen yeni kapsam testler ile beraber yüksek gerilim laboratuvarı ve saha test-devreye alma kısmı şirketin Ar-ge ve Ür-ge çalışmalarına destek sağlayan bölümüdür. Bu laboratuvar Ar-ge ve Ür-ge çalışmaları neticesinde ortaya çıkan ürünlerin testlerinin yapılması ve seri imalata hazır hale geldiğinin doğrulanması amacıyla kullanılmaktadır.
- Europower bir mühendislik firması olup elektrik sektörüne yönelik birçok alanda mühendislik ve tasarım çalışmalarını yürütmektedir. Aynı zamanda bünyesinde bulundurduğu mühendislik kadrosu ile her türde elektrik, inşaat ve mekanik projeyi kendi bünyesinde dizayn edebilmektedir ve hem grup şirketlerine hem de yurt içi ve yurt dışındaki devlet ve özel sektör müşterilerine hizmet ve çözüm sunmaktadır.
- Europower içeriğine bağlı olarak zaman zaman farklı tiplerde enerji santrali, yüksek gerilim/ekstra yüksek gerilim trafo merkezleri, altyapı ve üstyapı elektrifikasyon projeleri, endüstriyel elektrifikasyon, otomasyon projeleri, kompanzasyon projeleri ve hem elektriksel hem elektromekanik projelerinin anahtar teslimi olarak yapımını gerçekleştirmektedir.
- Şirket Türkiye'deki faaliyetlerini Ankara Kahramankazan'da bulunan toplam 49.503'lik açık alan üzerinde kurulu beş aktif fabrika ve Ankara Temelli'de bulunan 20.000 m² 'lik açık alan üzerinde kurulu bir aktif fabrika ve yönetim binası olmak üzere toplam altı fabrika ile yürütmektedir. Ayrıca Ankara, Kahramankazan'da mevcut beşinci fabrikasında yapılacak genişletme ve Şirket'in ana ortağı Girişim Elektrik'e ait Temelli'de inşaatı bitmek üzere olan Yedinci Fabrikayı Şirket'in, sermayesinin %60'ını elinde bulundurduğu bağlı ortaklığı Peak PV Solar Teknolojileri A.Ş. üzerinden kiralanması ile üretim sahası açık alanı 52.754 m² daha genişletilmiştir.
- Şirket 2022 yılında yenilenebilir enerji sektöründe yaşanan gelişmelere istinaden bu alanda panel üretimi başta olmak üzere yatırım yapmaya karar vermiştir. Bu yatırımları gerçekleştirmek üzere Peak PV Solar Teknolojileri A.Ş. unvanlı bağlı ortaklık kurmuştur. Bu bağlı ortaklık Girişim Elektrik'e

ait 29.140 m² arsa üzerinde kurulu 9.000 m²'lik kapalı alana sahip ve ilk etap inşası tamamlanan fabrikada (Yedinci Fabrika) yenilenebilir enerji teknolojileri (güneş paneli, sun junior olarak adlandırılan mesken ve dükkân tipi güneş enerjisi sistemleri, ev tipi powerbanklar, endüstriyel ve ticari tip depolama sistemleri, araç şarj istasyonları vb.) üzerine üretim yapmayı amaçlamaktadır.

- Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörler elektrik ekipman üretimi ve otomasyon sektörleri olup bu sektörlerde kamu kuruluşları ve özel sektör kuruluşları başta olmak üzere, son kullanıcıların da dahil olduğu geniş bir müşteri yelpazesine sahiptir. Müşteri portföyündeki kamu kuruluşları ve özel sektör kuruluşları enerji üretim santralleri, enerji iletim ve dağıtım şebekeleri, endüstriyel tesisler, ulaşım sektörü oyuncularını kapsamaktadır. Şirket, bu müşterilerine ve son kullanıcı olarak adlandırılan enerji tüketicilerine yönelik ürün üretimi, tesis kurulumu mühendislik hizmetleri, test ve devreye alma hizmetleri, işletme ve bakım hizmetleri, bilgi teknolojileri ve yazılım sistemleri kurulumunu gerçekleştirmektedir.
- Europower, Türkiye dışında Cezayir, Makedonya, Hollanda'dan ibaret üç ülkede fiilen kurulmuş şirketleri ile varlık göstermekte olup bugüne kadar 66 ülkeye hizmet ve tedarik sağlamıştır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %25-35'inin Ar-ge ve Ür-ge çalışmaları ve bu çalışmalar sonucu çıkan ürünlerin seri imalata dönüşümü, planlanan ve muhtemel yeni yatırımların gerçekleştirilmesi
- %25-35'inin devam eden yatırımların sonuçlandırılması, üretim kapasitesinin ve çeşitliliğin artırılması, gayrimenkul, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman, taşıt alımı ve yenilemeleri
- %10-20'sinin finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılması
- %25-40'ının işletme sermayesi olarak değerlendirilmesi

planlamaktadır.

Ortaklık Yapısı

Europower Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Girişim Elektrik San. Taah. ve Ticaret A.Ş.	A	28.000.000	16,00%	28.000.000	12,73%	28.000.000	12,73%
	B	94.500.000	54,00%	94.500.000	42,95%	94.500.000	42,95%
Muhittin Behiç Harmanlı	A	7.000.000	4,00%	7.000.000	3,18%	7.000.000	3,18%
	B	23.625.000	13,50%	19.837.500	9,02%	9.837.500	4,47%
Ali Gökhan Öztürk	B	10.500.000	6,00%	9.775.000	4,44%	9.775.000	4,44%
Ramin Malek	B	9.625.000	5,50%	9.137.500	4,15%	9.137.500	4,15%
Mesut Baz	B	1.750.000	1,00%	1.750.000	0,80%	1.750.000	0,80%
Halka Açık Kısım	B		0,00%	50.000.000	22,73%	60.000.000	27,27%
Toplam		175.000.000	100,0%	220.000.000	100,0%	220.000.000	100,0%

Mali Tablolar

Europower Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2020	2021	2022
Dönen Varlıklar	160.746.690	405.470.126	1.299.030.514
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.246.102	16.893.882	69.781.489
Finansal Yatırımlar		143.843	808.450
Ticari Alacaklar	87.561.829	161.751.083	445.670.882
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>49.585.156</i>	<i>67.335.490</i>	<i>132.356.890</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>37.976.673</i>	<i>94.415.593</i>	<i>313.313.992</i>
Diğer Alacaklar	768.528	2.910.114	50.061.405
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>			<i>37.487.589</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>		<i>2.910.114</i>	<i>12.573.816</i>
Devam Eden İnşaat Taahhüt veya Hizmet Söz. Alacaklar		48.710.559	501.447.681
Stoklar	58.627.890	124.447.950	157.677.710
Peşin Ödenmiş Giderler	5.540.671	48.821.157	65.470.592
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.670		
Diğer Dönen Varlıklar		1.791.538	8.112.305
Duran Varlıklar	77.256.125	196.563.526	546.390.748
Finansal Yatırımlar	135.973	135.973	391.973
Ticari Alacaklar	36.023.667		
Diğer Alacaklar	7.465	35.813	35.813
Maddi Duran Varlıklar	30.155.576	174.927.830	444.228.313
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.542.949	20.175.129	81.399.700
Peşin Ödenmiş Giderler			7.128.685
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.390.495		
Diğer Duran Varlıklar		1.288.781	13.206.264
Toplam Varlıklar	238.002.815	602.033.652	1.845.421.262

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

KAYNAKLAR	2020	2021	2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	122.903.577	306.922.010	804.388.233
Kısa Vadeli Borçlanmalar	31.276.628	52.852.263	106.738.788
Banka Kredileri	31.225.490	52.660.832	106.530.577
Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	51.138	191.431	208.211
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	24.897.255	4.611.487	34.906.101
Ticari Borçlar	45.614.007	212.486.123	459.716.735
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.831.349	8.987.834	21.641.539
Diğer Borçlar	29.332	65.517	323.178
Ertelenmiş Gelirler	11.625.483	21.412.576	158.980.870
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü		4.928.234	17.822.165
Kısa Vadeli Karşılıklar	629.623	1.577.976	4.258.857
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	447.556	893.909	2.417.890
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	182.067	684.067	1.840.967
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.248.459	28.868.886	192.202.044
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.959.458	363.464	86.644.967
Banka Kredileri	4.959.458	363.464	86.644.967
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.948.434	11.982.873	21.021.867
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.948.434	11.982.873	21.021.867
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.340.567	16.522.549	84.535.210
Özkaynaklar	104.850.779	266.242.756	848.830.985
Ödenmiş Sermaye	35.000.000	35.000.000	175.000.000
Kâr veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	12.544.689	69.514.678	276.330.846
Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	13.622.751	74.468.203	280.099.828
Tan.Fay.Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-1.078.062	-4.953.525	-3.768.982
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.825.559	4.542.318	7.400.670
Geçmiş Yıllar Kâr/(Zararları)	5.758.164	52.763.772	14.327.408
Net Dönem Kârı/(Zararı)	49.722.367	104.421.988	375.772.061
Toplam Kaynaklar	238.002.815	602.033.652	1.845.421.262

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Europower Gelir Tablosu			
TL	2020	2021	2022
Hasılat	326.422.684	603.548.374	2.116.375.786
Yıllık Değişim		84,9%	250,7%
Satışların Maliyeti (-)	-234.501.684	-439.131.947	-1.542.291.800
Yıllık Değişim		87,3%	251,2%
Brüt Kâr/(Zarar)	91.921.000	164.416.427	574.083.986
Yıllık Değişim		78,9%	249,2%
Brüt Kar Marjı	28,2%	27,2%	27,1%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-14.527.625	-25.154.912	-54.952.887
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-139.440	-1.213.412	-20.736.536
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-1.995.179	-8.869.552	-21.663.985
Faaliyet Karı	75.258.756	129.178.551	476.730.578
Yıllık Değişim		71,6%	269,0%
Faaliyet Kar Marjı	23,1%	21,4%	22,5%
Amortisman	3.508.579	8.070.603	30.924.062
FAVÖK1	78.767.335	137.249.154	507.654.640
Yıllık Değişim		74,2%	269,9%
FAVÖK1 Marjı	24,1%	22,7%	24,0%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.316.062	45.217.519	140.478.051
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-10.416.951	-33.011.844	-139.092.132
Esas Faaliyet Kârı/(Zararı)	73.157.867	141.384.226	478.116.497
Yıllık Değişim		93,3%	238,2%
FAVÖK2	76.666.446	149.454.829	509.040.559
Yıllık Değişim		94,9%	240,6%
FAVÖK2 Marjı	23,5%	24,8%	24,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler			624.727
TFRS 9 Uy.Bel. Değ.Düş. Kaz.ı (Zararları) ve Değ.Düş. Zar.İpt.	-745.208	154.675	-763.605
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı/(Zararı)	72.412.659	141.538.901	477.977.619
Finansman Gelirleri/Giderleri (-)	-11.279.476	-25.705.547	-35.510.320
Vergi Öncesi Kârı/(Zararı)	61.133.183	115.833.354	442.467.299
Vergi Gelir/(Gideri)	-11.410.816	-11.411.366	-66.695.238
Dönemin Vergi Gideri	-13.791.726	-7.460.405	-35.762.162
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	2.380.910	-3.950.961	-30.933.076
Dönem Net Kârı/(Zararı)	49.722.367	104.421.988	375.772.061

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme

Europower'ın Solo Değerlemesi

- Ak Yatırım, Europower'ın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı (İNA) ve Çarpan metodunu kullanmış olup, İNA %50 ve Çarpan Analizi %50 ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte

ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europower özelinde yönetimin beklentilerini yansıtmaları açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

1. Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Ak Yatırım tarafından Europower'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ortalamalarının kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplamasında FD/FAVÖK çarpanı için 20'nin ve F/K çarpanı için 25'in üstündeki değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- Ak Yatırım, Şirket'in 31.12.2022 tarihli bilançosundaki net borç ile 2022 yılı FAVÖK ve net kar rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Borsa İstanbul'da işlem gören Europower gibi enerji sektörüne yönelik imalat ve hizmet faaliyetleri bulunan gösteren 11 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı 20'den ve F/K çarpanı 25'ten büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplama dahil edilmemiştir. Benzer şirketler arasında FD/FAVÖK çarpanı için iki, F/K çarpanı için bir şirket değerlemeye alındığından medyan ve ortalama birbirine eşit çıkmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirketler		
Şirket	FD/FAVÖK	F/K
Alfa Solar	27,9	25,7
Astor Enerji	25,1	29,3
Emek Elektrik	80,4	121,1
Gersan Elektrik	11,8	26,1
Girişim Elektrik	23,3	88,5
Kontrolmatik Teknoloji	75,2	62,1
Manas Enerji	21,9	29,1
Say Yenilenebilir Enerji	13,8	15,3
Smart Güneş	83,3	99,1
Ulusoy Elektrik	95,3	225,3
Yeo Teknoloji	23,7	31,1
Medyan	12,8	15,3
Ortalama	12,8	15,3

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Uluslararası Piyasalarda İşlem Gören Benzer Şirketlerin Çarpan Analizi

- Yurt dışı benzer şirket analizinde, Europower ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen yurtdışı gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalarda işlem gören, Europower gibi enerji sektörüne yönelik imalat yapan uluslararası 15 şirket incelenmiş olup FD/FAVÖK çarpanı 20'den ve F/K çarpanı 25'ten büyük olanlar uç değer kabul edilerek hesaplama dahil edilmemiştir. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ortalaması kullanılmış olup medyan değerinin ortalamadan yüksek olduğu göz önünde bulundurulduğunda tarafımızca makul karşılanmaktadır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler		
Şirket	FD/FAVÖK	F/K
Siemens AG	15,8	34,4
General Electric Company	13,4	446,0
Schneider Electric S.E.	15,3	24,6
Eaton Corporation plc	19,2	27,5
ABB Ltd	15,0	25,5
LegrandSA	13,5	22,9
China XD Electric Co.	17,4	39,3
XJ Electric Co.	16,7	30,5
Hyundai Electric&Energy	21,8	29,6
Beijing Hezong	15,7	45,1
Hyosimg Heavy Ind.	10,1	79,2
Elecon Engineering	14,1	20,7
Harbin Jiuruiou Group	12,0	19,1
Shijiazhuang Kelin	22,5	37,5
JinGuan Electric Co.	26,4	34,8
Medyan	15,2	21,8
Ortalama	14,9	21,8

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak Şirket'in FD/FAVÖK ve F/K çarpan değerleri hesaplanırken yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin çarpanlarından gelen değerler eşit ağırlıklandırılarak FD/FAVÖK çarpanından 6.853.562.845 TL ve F/K çarpanından 6.984.500.049 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Europower'in FD/FAVÖK Çarpan Değeri		
TL	Yurt İçi Benzer	Yurt Dışı Benzer
Ortalama FD/FAVÖK (x)	12,78	14,85
Europower'in FAVÖK'ü	507.654.639	
Europower'in Firma Değeri	6.485.995.433	7.537.341.863
Net Borç	158.105.803	
Europower'in Özsermaye Değeri	6.327.889.630	7.379.236.060
Ağırlık	50%	50%
Europower'in Ort. Özsermaye Değeri	6.853.562.845	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Europower'ın F/K Çarpan Değeri		
TL	Yurt İçi Benzer	Yurt Dışı Benzer
Ortalama F/K (x)	15,34	21,83
Net Kar	375.772.061	
Europower'ın Özsermaye Değeri	5.765.610.345	8.203.389.753
Ağırlık	50%	50%
Europower'ın Ort. Özsermaye Değeri	6.984.500.049	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 6.919.031.447 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu		
TL	FD/FAVÖK	F/K
Europower'ın Özsermaye Değeri	6.853.562.845	6.984.500.049
Ağırlık	50%	50%
Europower'ın Çarpan Değeri	6.919.031.447	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

2.Europower'ın Solo İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2023-2027 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Şirket'in iş planı doğrultusunda her bir ürün ve müşteri grubu için ayrı satış projeksiyonları hazırlanmıştır. Şirket'in ürün grubu bazında satışları; alçak gerilim, orta gerilim, yüksek gerilim, transformatör, sun junior, ve diğer gelirler olmak üzere 6 grupta kategorize edilerek tahminlemede bulunulmuştur. Şirket enerji sektöründe ürünlere olan talebin her geçen gün artması ve kapasitesinin üzerinde bir taleple karşı karşıya olması sebebiyle var olan ürün üretim kapasitesini her geçen gün artırmayı hedeflemektedir. Şirket, ürün portföyünde dikey yönlü entegrasyonu önemsemektedir. Bu doğrultuda özellikle var olan ürün ve hizmet portföyünün satışını hızlandıracak, şirketin dışa bağımlılığını azaltacak şekilde yeni ürün yatırımları yapmaktadır.
- Faaliyet Giderleri:** Europower'ın faaliyet giderleri genel yönetim, pazarlama ve Ar-ge giderlerinden oluşmaktadır. 2022 yılında %5,8 olan faaliyet giderlerinin satışlara oranının, projeksiyon döneminde satış gelirlerindeki büyümeden kaynaklanan ölçek ekonomisinin etkisiyle kademeli olarak azalması ve 2027 yılında %3,9 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- 2022 yılında net satışlara oram %2,6 olan genel yönetim giderlerinin 2023 yılında halka arz maliyetlerinin etkisiyle %2,8 seviyesine artacağı sonraki dönemde ise artan satış hacminin ölçek ekonomisi etkisiyle projeksiyon dönemi boyunca kademeli azalarak %2,5 seviyesine gerilemesi beklenmektedir.
- 2022 yılında satışların %1,0'ini oluşturan ve 2023 yılında yeni satış kanalları ve yurtdışı pazarlara giriş faaliyetleri kapsamında bu seviyede seyredeceği öngörülen pazarlama giderlerinin sonraki dönemde %0,5 seviyelerine kadar gerileyeceği öngörülmektedir.

- 2022 senesinde satışların %1,0'ini oluşturan Ar-Ge giderlerinin ise 2023 yılında %0,6 oranında gerçekleşeceği ve projeksiyon dönemi boyunca benzer seviyelerde devam ederek 2027 yılında %0,5 olacağı öngörülmektedir.
- **Kurumlar Vergisi:** Ak Yatırım, projeksiyon dönemi boyunca kurumlar vergisi oranını %18 olarak kabul etmiş olup vergi indiriminin nedenine ilişkin bir açıklamaya fiyat tespit raporunda yer verilmemiştir.
- **İşletme Sermayesi:** Europower'ın ihale ile alınan ve ihalesiz işlerde nakit dönüşüm süresi farklılık gösterebilmektedir. Ortalama ticari alacak gün sayısı, Şirket'in kamu sektörü ve özel sektör ile çalışma prensipleri doğrultusunda farklılaşan tahsil sürelerinin ağırlıklı ortalaması olarak değerlendirilebilmektedir. Projeksiyon dönemi boyunca müşteri segmentlerine ilişkin ortalama tahsil sürelerinin yaklaşık olarak aynı seviyelerde kalacağı öngörülmektedir. 2023 yılında 96 gün olması öngörülen nakit dönüşüm süresinin 2024 senesinde 91 güne düşeceği ve sonraki projeksiyon dönemlerinde kademeli olarak 80 güne inerek bu seviyede devam edeceği öngörülmüştür.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket, projeksiyon dönemi boyunca, yeni teknoloji ve ürün geliştirmeye yönelik düzenli Ar-Ge yatırımlarına devam etmeyi planlamaktadır. 2023-2024 yıllarında toplam 136 milyon TL tutarında fabrika alanı genişletme yatırımı ve 82 milyon TL tutarında kapasite artışına yönelik yeni makine alımı ile makine renovasyonu öngörmektedir.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** TRT280432T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin rapor tarihi itibarıyla ihraç tarihinden itibaren getiri ortalaması olan %12,68 yerine ihtiyatlık ilkesi çerçevesinde son dönemde düşen getiri oranlarının etkisini yansıtmamak adına 14.11.2022 tarihine kadar açıklanan oranların (ilk 6 aydaki) ortalaması olan %16,31 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **İşletme risk primi:** Europower'ın pek çok konudaki faaliyetlerinin henüz yeni olması nedeniyle, ilave %1 işletme risk primi eklenmiştir.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %23,31 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in, güncel finansman faiz oranı olan %19 yerine, projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Borç Oranı:** %30 kullanılmış olup Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranının %21,2 olduğunu belirtmek isteriz.
- AOSM, %21,12 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan Europower için, firma değerinden 158 milyon TL net borç düşülerek 6.134 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Europower Solo Değerleme Sonucu

- Europower'ın solo değeri belirlenirken, İNA ve Çarpan Analizi'nden hesaplanan değerler eşit ağırlıklandırılarak şirket için 6.526.740.062 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Europower'ın Solo Değerleme Sonucu		
Yöntem	Çarpan Analizi	İNA
Europower'ın Özsermaye Değeri	6.919.031.447	6.134.448.677
Ağırlık	50%	50%
Europower'ın Ort. Özsermaye Değeri	6.526.740.062	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Peak PV'nin Değerlemesi

- Peak PV'nin değerlemesi yapılırken İNA metodu kullanılmıştır.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2023-2037 yılları için projekte edilmiştir.
- Satışlar:** Peak PV'nin iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda 2023 yılının başında seri üretime geçileceğinden projeksiyonlar 2023 yılından başlatılmıştır. Şirket'in satışları yurt içi solar panel ve yurt dışı solar panel satışları olmak üzere 2 grupta kategorize edilerek tahminleme yapılmıştır.
- Şirket, öncelikle büyük ölçekli güneş santrali kuracak yatırımcılara doğrudan satış veya müteahhitlere satış kanalı ile satış gerçekleştirmeyi planlamaktadır. Bu stratejinin markanın bilinirliğinin daha hızlı artmasında etkili olacağı düşünülmektedir. Bununla birlikte Sun Junior adı verilen mesken ve küçük ticari işletme tipi güneş santrallerinde kullanılacak kompakt sistemlerin panel ihtiyacını karşılamayı hedeflemektedir.
- Şirket, özellikle uzak doğu menşeli panellere ekstra gümrük vergisi olan veya lojistik sebeplerle uzak doğu panellerinin tercih edilmediği ülkelerdeki yatırımcılara satış hedeflemektedir. İlerleyen dönemde uzak doğu menşeli paneller için ilave gümrük vergisi getirilmesi beklenen Amerika Birleşik Devletleri'ne malzeme satabilmek için UL belgesi alarak yüksek karlılıkla uluslararası pazarlarda büyüme hedeflemektedir.
- Şirket, ilk etap yatırımı ile öncelikle ana ortaklarının ihtiyacını karşılamak ve Türkiye'de büyük ölçekli güneş santrali kuran yatırımcıları hedeflemektedir. İleri dönemlerde planladığı ikinci etap yatırımı sonrası kapasite artırımı ile orta ve küçük ölçekli yatırımcılara malzeme satışı ve farklı üreticiler için lisanslı üretim yapmayı hedeflemektedir.
- Faaliyet Giderleri:** Europower'ın faaliyet giderleri genel yönetim, pazarlama ve Ar-ge giderlerinden oluşmaktadır. 2022 yılında %5,8 olan faaliyet giderlerinin satışlara oranının, projeksiyon döneminde satış gelirlerindeki büyümeden kaynaklanan ölçek ekonomisinin etkisiyle kademeli olarak azalması ve 2027 yılında %3,9 olarak gerçekleşeceği varsayılmıştır. Peak PV'nin 2023 yılında %0,56 olması beklenen faaliyet giderlerinin satışlara oranının, 2026 yılında %0,28 seviyesine gerileyeceği öngörülmektedir.
- İşletme Sermayesi:** Peak PV nakit dönüşüm süresinin projeksiyon dönemi boyunca 15 gün olacağı öngörülmektedir.

- **Yatırım Harcamaları:** Fabrikanın 2023 yılının ilk çeyreğinde faaliyete geçen 500 MW'lık ilk fazı için 90 milyon TL makine yatırımı bütçelenmiştir. Toplam kapasiteyi 1.000 MW'a yükseltecek ikinci fazın yatırımı ise 2024 yılında planlanmaktadır. İkinci faz için bütçelenen 220 milyon TL tutarında yatırım fabrika inşaatı ve yeni makinelerin teminini kapsamaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlamaya Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** TRT280432T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin rapor tarihi itibarıyla ihraç tarihinden itibaren getiri ortalaması olan %12,68 yerine ihtiyatlık ilkesi çerçevesinde son dönemde düşen getiri oranlarının etkisini yansıtmamak adına 14.11.2022 tarihine kadar açıklanan oranların (ilk 6 aydaki) ortalaması olan %16,31 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Piyasa risk primi:** %6 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makuldür.
 - **İşletme risk primi:** Peak PV'nin tesislerinin henüz kurulum aşamasında olması nedeniyle ilave %1 işletme risk primi eklenmiş olup henüz faaliyete geçmemiş bir şirket için düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Özsermaye Maliyeti:** %23,31 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Europower için güncel finansman faiz oranı olan %19 yerine, projeksiyon dönemi boyunca 5 puan daha eklenerek %24 olarak kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Borç Oranı:** %30 kullanılmıştır.
- AOSM, %22,08 olarak hesaplanmıştır.
- **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
- Sonuçta İNA'dan Peak PV için, 3.925.032329 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Europower Konsolide Özsermaye Değeri

- Europower'ın, Peak PV'nin %60 sermayesine sahip olması nedeniyle Europower için hesaplanan solo değere Peak PV için hesaplanan değerinin %60'ı eklenerek Europower için 8.881.759.459 TL piyasa değerine ulaşılmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu	
Europower Solo Özsermaye Değeri	6.526.740.062
Peak PV'nin %60 Özsermaye Değeri	2.355.019.397
Europower Konsolide Özsermaye Değeri	8.881.759.459
Sermaye	175.000.000
Pay Başı Değer	50,75
Halka Arz İskontosu	20,00%
Halka Arz Fiyatı	40,60

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken öncelikle Europower'ın solo değeri hesaplanmıştır. Europower'ın solo değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılarak Europower'ın solo değeri 6.526.740.062 TL bulunmuştur. Europower'ın konsolide değeri ise hesaplanan solo değere Peak PV için hesaplanan değerinin %60'ı eklenerek Europower için 8.881.759.459 TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Europower için %20 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 40,60 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %20,0'lik iskontonun makul olduğunu, değerinde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Europower'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber indirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europower özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Ak Yatırım tarafından Europower'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışında işlem gören benzer şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ortalamalarının kullanılmasını makul bulmaktayız.
- Piyasa çarpanları analizinde, FD/FAVÖK ve F/K çarpanları hesaplamasında FD/FAVÖK çarpanı için 20'nin ve F/K çarpanı için 25'in üstündeki değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup hesaplamaya dahil edilmemesi makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2023-2027 yılları için projekte edilmiş olmasına rağmen 2023 ve sonraki yıllardaki yüksek büyümelerin dayanağından bahsedilmemiştir. 2023 yılında öngörülen %124'lük gelir artışının ne kadarının reel büyüme, ne kadarının kur büyümesi ve ne kadarının enflasyon olduğu anlaşılamamaktadır.
- Risksiz getiri oranı olarak TRT280432T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin rapor tarihi itibarıyla ihraç tarihinden itibaren getiri ortalaması olan %12,68 yerine son dönemde düşen getiri oranlarının etkisini yansıtmamak adına 14.11.2022 tarihine kadar açıklanan oranların (ilk 6 aydaki) ortalaması olan %16,31 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmakla birlikte devlet iç borçlanma senetlerinde TCMB'nin bankalar üzerindeki kredi politikası nedeniyle aşırı talep sonucu getiri oranlarının düşük kaldığını düşünmekteyiz. Bu sebeple risksiz getiri oranı olarak 10 yıl vadeli devlet tahvillerinin mevcut seviyelerinin hem mevcut enflasyon hem de beklenti enflasyon seviyeleri göz önünde bulundurulduğunda İNA değerlemesini yukarı yönlü etkilediği kanaatindeyiz.
- Peak PV'nin gelir projeksiyonlarının henüz yeni kurulan bir şirket için iyimser olduğu kanaatindeyiz.
- Peak PV için AOSM hesaplaması yapılırken Peak PV'nin tesislerinin henüz kurulum aşamasında olması nedeniyle ilave %1 işletme risk primi eklenmiş olup henüz faaliyete geçmemiş bir şirket için oldukça düşük kaldığı kanaatindeyiz. Risksiz getiri oranına ilişkin çekincelerimizle beraber yeni faaliyete geçecek bir şirket olan Peak PV için ilave edilen %1'lik risk priminin gelecekteki gelir/kar beklentilerinin geçmişle uyumunun test edilemeyecek olması nedeniyle düşük kaldığını ve bu sebeple projeksiyondan bağımsız olarak AOSM'nin düşük kalması nedeniyle değer yukarı yönlü etkilendiğini düşünmekteyiz.

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken öncelikle Europower'ın solo değeri hesaplanmıştır. Europower'ın solo değeri hesaplanırken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %20'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Europower için halka arz fiyatının tespit edilmesinde Ak Yatırım'ın kullanmış olduğu varsayımlar dahilinde %20 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 40,60 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. Farklı varsayımlarla farklı değerle ulaşılabileceği göz önünde bulundurulmalıdır.