

EUROPOWER ENERJİ VE OTOMASYON TEKNOLOJİLERİ SANAYİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

13 Nisan 2023



İÇİNDEKİLER

1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	1
2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
3- FİNANSAL BİLGİLER	3
4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	5
5- NİHAİ GÖRÜŞ	9

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Europower Enerji A.Ş.'nin halka arzının, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1- Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı:	Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.
İhraççı Hakkında:	Europower, sektörde farklı standartlara uygun Alçak Gerilim, Orta Gerilim ve Yüksek Gerilim 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 almaya ve eğitim hizmetleri vermektedir.
Halka Arz Yöntemi:	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer):	Sermaye Artırımı: 45.000.000 TL Ortak Satış: 5.000.000 TL
Ek Satış:	Ek Satış: 10.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı:	Ek Satış Hariç : %22,73 Ek Satış Dahil : %27,27
Talep Toplama Tarihleri:	12 - 13 - 14 Nisan 2023
Halka Arz Fiyatı:	40,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	Ek Satış Hariç : 2.030 mn TL Ek Satış Dahil : 2.436 mn TL
Borsa Kodu/Pazar:	EUPWR / Yıldız Pazar
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:	Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %25-%35'lik kısmını ARGE - ÜRGE çalışmaları ve bu çalışmalar sonucu çıkan ürünlerin seri imalata dönüşümü, planlanan ve muhtemel yeni yatırımların gerçekleştirilmesine, %25-%35'lik kısmını devam eden yatırımların sonuçlandırılması, üretim kapasitesinin ve çeşitliliğinin artırılması, gayrimenkul, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman, taşıt alım ve yenilemelerine, %10-%20'lik kısmını finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılmasına, %25 -%40'lık kısmını işletme sermayesi olarak değerlendirilmesi gibi harcama kalemlerinde kullanmayı planlamaktadır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmaktadır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün boyunca Ak Yatırım Menkul Değerler tarafından gerçekleştirilecektir. Fiyat istikrarının kesin olarak yerine getirileceğine yönelik herhangi bir taahhüt bulunmamaktadır.

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye		Sermaye		Sermaye - Ek Satış Dahil	
		TL	Pay	TL	Pay	TL	Pay
Girişim Elektrik San. Taah. Ve Tic. 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%
Ramin Malek	B	1.750.000	1,00%	1.750.000	0,80%	1.750.000	0,80%
Halka Açık	B	-	0,00%	50.000.000	22,73%	60.000.000	27,27%
Toplam		175.000.000	100,00%	220.000.000	100,00%	220.000.000	100,00%

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

2- Şirket Hakkında Verilen Özet Bilgi

2.1- Faaliyet Konusu Hakkında:

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. ("Europower" veya "Şirket"), 2008 yılında 7.925 m2 alanda orta gerilim modüler hücre, alçak gerilim panoları, beton ve sac köşk üretmek üzere Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in %70 oranında pay sahibi olan Girişim Elektrik (GESAN) Borsa'da işlem görmektedir.

Europower Ankara'da altısı kiralık yedi fabrikada toplamda 122 bin m2 alanda üretim faaliyetini sürdürmektedir. Kiralık fabrikaların beşi ana ortak olan Girişim Elektrik'e ve bir tanesi de yine grup şirketi olan Peak Pv Solar Teknolojileri'ne aittir.

Şirket, çoğunluğu yurt içi tedarikçilerden olmak üzere bakır, demir sac, silisli sac, gümüş, alüminyum ve epoksi tedarik ederek, üretiminde ana girdi olarak kullanmaktadır.

Europower, sektörde farklı standartlara uygun alçak gerilim, orta gerilim ve yüksek gerilim 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 66 ülkeye gerçekleştirmekte olup, ürettiği tüm ürünler ve bu ürünlerin kullanıldığı sistemlerin tamamı için mühendislik, tasarım, anahtar teslim kurulum, uygulama, test, devreye alma ve eğitim hizmetleri vermektedir. 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 etmektedir. Hem grup şirketlerine hem de yurt içi ve yurt dışındaki devlet ve özel sektör müşterilerine hizmet ve çözümler sunmaktadır. Europower içeriğine bağlı olarak zaman zaman farklı tiplerde enejî santrali, yüksek gerilim/ekstra yüksek gerilim trafo merkezleri, altyapı ve üstyapı elektrifikasyon, otomasyon projeleri, kompanzasyon projeleri ve hem elektriksel hem elektromekanik projelerin teslimini gerçekleştirmektedir.

Şirketin ortaklara ait olan paylarından ek satış hariç toplam 5.000.000 adet ve ek satış dahil toplam 15.000.000 adet B grubu pay ile toplam 45.000.000 adet yeni ihraç edilecek B grubu pay ile birlikte toplam ek satış hariç 50.000.000 adet ve ek satış dahil 60.000.000 adet B grubu payların halka arz kapsamında satılması planlanmaktadır.

Şirket, ortakların mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sebebiyle herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı yoluyla elde edeceği halk arz gelirini çeşitli harcamalar için kullanmayı hedeflemektedir. Elde edilecek olan fonun %25-%35'lik kısmı ARGE ve ÜRGE çalışmaları ve bu çalışmalar sonucu çıkan ürünlerin seri imalata dönüşümü, planlanan ve muhtemel yeni yatırımların gerçekleştirilmesi, %25-%35'lik kısmı devam eden yatırımların sonuçlandırılması, üretim kapasitesinin ve çeşitliliğinin artırılması, gayrimenkul, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman, taşıt alım ve yenilemeleri, %10-%20'lik kısmın finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılması ve son olarak %25-%40'lık kısmın işletme sermayesi olarak değerlendirilmesini (ham madde ve yarı mamul alımı, faaliyet giderleri ve benzeri giderler dahil) planlamaktadır.

3- Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Europower Enerji A.Ş.– Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Dönen Varlıklar	1.299.030.514	405.470.126	160.746.690
Nakit ve Nakit Benzerleri	69.781.489	16.893.882	8.246.102
Finansal Yatırımlar	808.450	143.843	-
Ticari Alacaklar	445.670.882	161.751.083	87.561.829
<i>İlişkili Taraflardan</i>	<i>132.356.890</i>	<i>67.335.490</i>	<i>49.585.156</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	<i>313.313.992</i>	<i>94.415.593</i>	<i>37.976.673</i>
Diğer Alacaklar	50.061.405	2.910.114	768.528
<i>İlişkili Taraflardan</i>	<i>37.487.589</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	<i>12.573.816</i>	<i>2.910.114</i>	<i>768.528</i>
Devam Eden İnşaat Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar	501.447.681	48.710.559	-
Stoklar	157.677.710	124.447.950	58.627.890
Peşin Ödenmiş Giderler	65.470.592	48.821.157	5.540.671
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	-	-	1.670
Diğer Dönen Varlıklar	8.112.305	1.791.538	-
Duran Varlıklar	546.390.748	196.563.526	77.256.125
Finansal Yatırımlar	391.973	135.973	135.973
Ticari Alacaklar	-	-	36.023.667
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>36.023.667</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Diğer Alacaklar	35.813	35.813	7.465
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>35.813</i>	<i>35.813</i>	<i>7.465</i>
Maddi Duran Varlıklar	444.228.313	174.927.830	30.155.576
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	81.399.700	20.175.129	7.542.949
Ertelenmiş Vergi Varlığı	-	-	3.390.495
Peşin Ödenmiş Giderler	7.128.685	-	-
Diğer Duran Varlıklar	13.206.264	1.288.781	-
TOPLAM AKTİFLER	1.845.421.262	602.033.652	238.002.815
Kısa Vadeli Yükümlülükler	804.388.233	306.922.010	122.903.577
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	106.738.788	52.852.263	31.276.628
<i>Banka Kredileri</i>	<i>106.530.577</i>	<i>52.660.832</i>	<i>31.225.490</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar</i>	<i>208.211</i>	<i>191.431</i>	<i>51.138</i>
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	34.906.101	4.611.487	24.897.255
Ticari Borçlar	459.716.735	212.486.123	45.614.007
<i>İlişkili Taraflara</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	<i>459.716.735</i>	<i>212.486.123</i>	<i>45.614.007</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borç	21.641.539	8.987.834	8.831.349
Diğer Borçlar	323.178	65.517	29.232
<i>İlişkili Taraflara</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	<i>323.178</i>	<i>65.517</i>	<i>29.232</i>
Ertelenmiş Gelirler	158.980.870	21.412.576	11.625.483
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	17.822.165	4.928.234	-
Kısa Vadeli Karşılıklar	4.258.857	1.577.976	629.623
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>2.417.890</i>	<i>893.909</i>	<i>447.556</i>
<i>Diğer Karşılıklar</i>	<i>1.840.967</i>	<i>684.067</i>	<i>182.067</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	192.202.044	28.868.886	10.248.459
Uzun Vadeli Borçlanmalar	86.644.967	363.464	4.959.458
Uzun Vadeli Karşılıklar	21.021.867	11.982.873	1.948.434
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	84.535.210	16.522.549	3.340.567
Toplam Yükümlülükler	996.590.277	335.790.896	133.152.036
Ödenmiş Sermaye	175.000.000	35.000.000	35.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	276.330.846	69.514.678	12.544.689
<i>Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları</i>	<i>280.099.828</i>	<i>74.468.203</i>	<i>13.622.751</i>
<i>Tan. Fay. Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	<i>(3.768.982)</i>	<i>(4.953.525)</i>	<i>(1.078.062)</i>
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7.400.670	4.542.318	1.825.559
Geçmiş Yıl Karı/(Zararları)	14.327.408	52.763.772	5.758.164
Net Dönem Karı/(Zarar)	375.772.061	104.421.988	49.722.367
TOPLAM ÖZKAYNAKLAR	848.830.985	266.242.756	104.850.779
TOPLAM KAYNAKLAR	1.845.421.262	602.033.652	238.002.815

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

3- Finansal Bilgiler**Tablo 4 – Europower Enerji A.Ş.– Karşılaştırmalı Gelir Tablosu**

Gelir Tablosu (TL)	31.12.2022	31.12.2021	31.12.2020
Hasılat	2.116.375.786	603.548.374	326.422.684
Satışların Maliyeti	-1.542.291.800	-439.131.947	-234.501.684
Brüt Kar	574.083.986	164.416.427	91.921.000
Genel Yönetim Giderleri	-54.952.887	-25.154.912	-14.527.625
Pazarlama Giderleri	-20.736.536	-1.213.412	-139.440
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-21.663.985	-8.869.552	-1.995.179
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	140.478.051	45.217.519	8.316.062
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-139.092.132	-33.011.844	-10.416.951
Esas Faaliyet Karı/Zararı	478.116.497	141.384.226	73.157.867
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir	624.727	0	0
TFRS 9 uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları (Zararları) ve Değ. Düş. Zararlarının İpt.	-763.605	154.675	-745.208
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	477.977.619	141.538.901	72.412.659
Finansman Gelirleri/Giderleri (-)	-35.510.320	-25.705.547	-11.279.476
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/Zararı	442.467.299	115.833.354	61.133.183
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-66.695.238	-11.411.366	-11.410.816
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-35.762.162	-7.460.405	-13.791.726
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-30.933.076	-3.950.961	2.380.910
Dönem Karı/Zararı	375.772.061	104.421.988	49.722.367

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Ak Yatırım, Europower Enerji A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini eşit ağırlıklandırarak kullanmıştır. Ayrıca Europower Enerji'nin %60 hissedarı olduğu Peak PV şirketi içinde İNA yöntemi uygulanmış olup, nihai aşamada konsolide sonuca ulaşılmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (FD/FAVÖK ve F/K)
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları analizinde, Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları temel alınmış ve her iki çarpan da analize birlikte dahil edilmiştir. Bunun temel sebebi, özellikle faizlerin mevcut seviyeleri nedeniyle FD/FAVÖK'ün tek başına eksik bir gösterge olabileceğinin düşünülmesidir. Firma Değeri/Satışlar ve Piyasa Değeri/Defter Değeri çarpanları da incelenmiş ancak analize dahil edilmemiştir.

Firma Değeri/Satışlar çarpanı, Europower Enerji'nin nihai tüketiciden ziyade kamuda ve özel sektörde yer alan kuruluşlara yönelik ürün geliştiren bir firma olması ve faaliyet karlılığının öne çıktığı bir sektörde bulunması dolayısıyla da, faaliyet karlılığını ve nakit yaratma kabiliyetini doğru olarak yansıtmaması sebebiyle dikkate alınmamıştır. PD/DD çarpanı ise şirketin enerji sektörüne yönelik imalat üzerine kurulu bir şirket için önemli olan faaliyet karlılığını dikkate almadığından uygun değerlendirme yöntemi olarak görülmemiştir.

Piyasa yaklaşımı kapsamında yurt içi ve yurt dışı benzer şirketler incelenmiş olup bu kapsamda yurt içi benzer şirketler için Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasından Europower Enerji gibi enerji sektörüne yönelik imalat ve hizmet faaliyetleri bulunan şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları dikkate alınmıştır. FD/FAVÖK ve F/K çarpanları için ortalama değerler sırasıyla 12,8x ve 15,3x olarak hesaplanmıştır.

Yurt dışı benzer şirketler için Europower Enerji ile faaliyetleri itibarıyla karşılaştırılabilir olduğu düşünülen gelişmiş ve gelişmekte olan piyasalardaki şirketler incelenmiştir. Yurt dışı benzer şirketler incelendiğinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının ortalamaları sırasıyla 14,8x ve 21,8x olarak hesaplanmıştır.

Piyasa çarpanları analizi sonucunda her iki çarpan da eşit ağırlıklandırılarak şirketin özsermaye değeri 6.919 milyon TL olarak bulunmuştur.

Tablo 5 – Europower Enerji A.Ş. Değerinin Firma Değeri / FAVÖK

Tablo: Europower'in Değerinin Firma Değeri / FAVÖK Çarpanı ile Hesaplanması	Hesaplama Formülü	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı Ortalaması	A	12,78	14,85
Europower'in 2022 Yılı FAVÖK'ü	B	507.654.639	
Europower'in Firma Değeri	C = AxB	6.485.995.433	7.537.341.863
Europower'in Net Finansal Borç Pozisyonu (31/12/2022 itibarıyla)	D	158.105.803	
Europower'in Özsermaye Değeri	E = C-D	6.327.889.630	7.379.236.060
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	F	50%	50%
Europower'in Ortalama Özsermaye Değeri	G = Σ (ExF)	6.853.562.845	

Tablo: Europower'in Değerinin Fiyat/Kazanç Çarpanı ile Hesaplanması	Hesaplama Formülü	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Şirketlerin Fiyat / Kazanç Çarpanı Ortalaması	A	15,34	21,83
Europower'in 2022 yılı Net Karı	B	375.772.061	
Europower'in Özsermaye Değeri	C = AxB	5.765.610.345	8.203.389.753
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	D	50%	50%
Europower'in Ortalama Özsermaye Değeri	E = Σ (Cx D)	6.984.500.049	

Tablo: Piyasa Çarpanları Yöntemi Neticesi	Hesaplama Formülü	FD/FAVÖK	Fiyat / Kazanç
Europower'in Özsermaye Değeri	A	6.853.562.845	6.984.500.049
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	50%
Europower'in Ortalama Özsermaye Değeri	C= Σ(AxB)	6.919.031.447	

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.2- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

4.2.1- Europower Enerji'nin Konsolide Olmayan (Solo) İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Europower Enerji solo İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

- ✓ Europower Enerji'nin iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır. Bu kapsamda satışlar ürün grubu ve coğrafi bazda olmak üzere iki farklı şekilde tahmin edilmiştir ve projeksiyon dönemi olarak 2023 ve 2027 yılları baz alınmıştır.
- ✓ 2019 - 2022 yılları arasında sırasıyla %15,6, %28,2, %27,2 ve %27,1 seviyelerinde gerçekleşen brüt kar marjına karşın şirket 2023 yılı için brüt kar marjının bir miktar azalacağını öngörmektedir. Dolayısıyla brüt kar marjının 2023'te %26,5, 2024'te ise %24,0 olacağı, devam eden yıllarda ise kademeli olarak azalarak %22,3 seviyesinde gerçekleşeceği öngörülmüştür.
- ✓ Europower Enerji'nin 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 gerçekleşmesi beklenmektedir.
- ✓ Projeksiyon döneminde, Europower Enerji'nin 2022 yılında %24,0 olan FAVÖK marjının piyasaya yeni giren oyuncular ve artan rekabet ile birlikte kademeli olarak azalması ve 2027 yılında %19,1'e gerilemesi beklenmektedir. Sonraki dönemde ise bu seviyede devam edeceği öngörülmüştür.
- ✓ Net işletme sermayesi ihtiyacı kapsamında, ortalama ticari gün sayısı, şirketin 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 yılında 91 güne düşeceği ve sonraki projeksiyon dönemlerinde kademeli olarak 80 güne inerek bu seviyede devam edeceği düşünülmektedir.
- ✓ Europower Enerji'nin projeksiyon döneminde planladığı yatırım planları dikkate alınmıştır. 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 öngörülmektedir.
- ✓ Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti kapsamında, risksiz faiz oranı olarak Türkiye 10 yıllık tahvil faizi ortalaması olan %16,31 kullanılmıştır. Piyasa risk primi olarak kabul edilen %6,0 oranının üzerine %1,0 seviyesinde bir işletme risk primi ilave edilmiş ve bunların sonucunda şirketin özsermaye maliyeti %23,31 olarak hesaplanmıştır. Borçlanma faizi ise %20 olarak alınmıştır.

İNA sonucunda, Europower Enerji'nin özsermaye değeri 6.134 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Tablo 6 – Eurpower Enerji A.Ş. Solo Değeri

Tablo: Europower Solo Değeri	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Europower'ın Solo Özsermaye Değeri	A	6.919.031.447	6.134.448.677
Yöntemin Ağırlığı	B	50%	50%
Europower'ın Ort. Solo Özsermaye Değeri	C= $\sum(A \times B)$	6.526.740.062	

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.2.2- Peak PV'nin İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerlemesi

Peak PV değerlemesinde kullanılan varsayım ve öngörülere ilişkin açıklamalara aşağıda yer verilmiştir.

Peak PV'nin iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır. 2023 yılı başında seri üretime geçileceğinden projeksiyonlar 2023 yılından başlamış ve yıllar itibarıyla satışlardaki artış oranının 2024 için %154, 2025 için %26, 2026 yılı için %15 ve 2027 yılı için %8 artış göstereceği varsayılmıştır.

Brüt kar marjının 2023-2027 yıllarını kapsayan projeksiyon döneminde; 2023'te %14 iken 2024'te %14,1, 2025'te %14,3 ve 2026 ve 2027 yıllarında %13,5 olacağı öngörülmüştür.

Peak PV'nin 2023 yılında %0,56 olması beklenen faaliyet giderlerinin satışlara oranının, ilerleyen dönemdeki değişimlerinde 2023-2024 yıllarındaki yatırımların amortisman etkileri belirleyici olacağı öngörülmüştür.

FAVÖK marjının 2023 yılında %14,9, 2024 yılında %14,7, 2025 yılında %14,9 ve devam eden 2 yılda %14,0 olacağı tahmin edilmiştir.

Yatırım planı kapsamında fabrikanın 2023 yılının ilk çeyreğinde faaliyete geçen 500 Mw'lık ilk fazı için 90 milyon TL makine yatırımı bütçelenmiştir. Toplam kapasiteyi 1000 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 kapsamında, risksiz faiz oranı olarak Türkiye 10 yıllık tahvil faizi ortalaması olan %16,31 kullanılmıştır. Piyasa risk primi olarak kabul edilen %6,0 oranının üzerine %1,0 seviyesinde bir işletme risk primi ilave edilmiş ve bunların sonucunda şirketin özsermaye maliyeti %23,31 olarak hesaplanmıştır. Borçlanma faizi ise %24 olarak alınmıştır.

Tablo 7 – Peak PV'nin Değerleme Sonucu ve Europower'a Katkısı

Peak PV'nin Değerleme Sonucu ve Europower'a Katkısı	İNA Analizi
Peak PV'nin Özsermaye Değeri (%100)	3.925.032.329
Peak PV'nin Özsermaye Değeri (%60)	2.355.019.397

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.3- Sonuç

Ak Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları metodu incelenmiş olup, nihai aşamada İNA %50 ve Piyasa çarpanları %50 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri belirlenmiştir. **Bu analiz sonucunda Europower Enerji A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 8.881.759.459 TL olup hisse başı fiyatı 50,75 TL hesaplanmaktadır.** Tespit edilen değere %20,00 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, **halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 40,60 TL olarak tespit edilmiştir.**

Tablo 8 – Europower Enerji A.Ş. Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Sonucu	Hesaplama Formülü	Sonuç
Europower'ın Solo Özsermaye Değeri	A	6.526.740.062
Peak PV'nin %60 Oranından Özsermaye Değeri	B	2.355.019.397
Europower Konsolide Özsermaye Değeri	C= A+B	8.881.759.459
Europower'ın Çıkarılmış Sermayesi	D	175.000.000
1 Adet Europower Pay Başına Düşen Değer (TL)	E= C/D	50,75
İskonto Oranı		20,00%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri		40,60

Kaynak: Europower Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

5- Nihai Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporunda Europower Enerji ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Yönteminin birlikte ve eşit ağırlıklandırılarak kullanılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ Piyasa yaklaşımı analizinde FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarının kullanılma gerekçeleri ile FD/Satışlar ve PD/DD çarpanlarının neden kullanılmamış olduğuna dair ayrıntılı açıklamalara yer verilmesinin makul, yeterli ve anlaşılır olduğunu düşünüyoruz. Çarpan analizi kapsamında çarpanlara ve yurt içi yurt dışı ayrımlarına eşit şekilde ağırlık verilmesinin makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşündeyiz.
- ✓ Europower'ın Peak PV'deki hissedarlık oranı %60 olduğu için Peak PV'nin özsermaye değeri hesaplandıktan sonra bulunan değer %60'ı, Europower'ın Solo Özsermaye Değeri'ne ilave edilerek Europower'ın konsolide özsermaye değerinin hesaplanmış olmasını değerlemenin daha sağlıklı sonuç vermesi açısından uygun olduğunu düşünüyoruz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Europower Enerji A.Ş. için 40,60 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmi Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.