



## **GİRİŞİM ELEKTRİK SANAYİ TAAHHÜT VE TİCARET A.Ş.**

**Halka Arz Fiyatının Belirlenmesinde Esas Alınan**

**Varsayımlara İlişkin**

**Denetimden Sorumlu Komite Tarafından Hazırlanan**

**Gerçekleşme ve Değerlendirme Raporu**

**(2021 yılı 6 Aylık Mali Tablolara İlişkin)**

**Sermaye Piyasası Kurulu'nun**

**VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin**

**29/5 Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

## 1. Rapor Konusu ve Gerekçe

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi'nin ("Girişim Elektrik" veya "Şirket") halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeler içeren işbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29/5 Maddesi gereğince Denetimden Sorumlu Komite tarafından hazırlanmıştır.

## 2. Açıklamalar

Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan "Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP'ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir." hükmü uyarınca, işbu rapor hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

## 3. Fiyat Tespit Raporunda Kullanılan Yöntemler

Şirketin paylarının halka arzına aracılık eden OYAK Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından düzenlenen fiyat tespit raporu 03.08.2021 tarihinde Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda yayımlanmıştır. Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket değeri ile halka arz fiyatı aşağıdaki şekilde tespit edilmiştir. Girişim Elektrik'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA),
- Piyasa Çarpanları, yöntemleri kullanılmıştır.

**İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi (İNA):** Bu yöntemden çıkan sonuç, Şirket'in serbest nakit akımı yaratma potansiyeli tahminlerinin bugüne indirgenmesi ve net borç durumunun yansıtılmasıyla ulaşılan değerdir. Projeksiyonlarda geçmiş yılların performansı ve Şirket yönetiminin beklentileri de dikkate alınmıştır.

### Gelir Tablosu Projeksiyonları

#### Satışlar

Aşağıdaki projeksiyonlarda görüldüğü gibi şirketin geçmiş yıllardaki satış hasılatı büyümesi önümüzdeki yıllarda da sürdürmesi beklenmektedir. Şirketin 2020-2025 yılları arasında toplam hasılatını %27 YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) ile arttırması beklenirken bu rakam 2018-2020 yılları arasında %43 olarak gerçekleştirmiştir. Projeksiyon döneminde yurt içi satış gelirlerinin %26, yurt dışı gelirlerin ise %27 YBBO ile artacağı ve böylece toplam hasılatta yurt içi payının 2020 yılındaki %70 seviyesinden 2025 yılında %69 seviyesine gerilemesi beklenmektedir. Şirketin tüm segmentlerinde önümüzdeki dönemde gelir

büyümesi olacağı öngörülürken, 2020-2025 arasında en yüksek büyümenin %39 YBBO ile elektrik iletim ve dağıtım sistemlerinin üretiminde (alçak/orta/yüksek) olması beklenmektedir. Böylece toplam hasılatta ki payı 2018’de %9’dan 2020 yılında %23’e yükselen elektrik iletim ve dağıtım sistemleri payının 2025 yılına kadar %37’ye çıkması öngörülmektedir.

| YIL                                                                       | 2021T                |            | 2022T                |            | 2023T                |            | 2024T                |            | 2025T                |            |
|---------------------------------------------------------------------------|----------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|------------|----------------------|------------|
|                                                                           | TL                   | %          | TL                   | %          | TL                   | %          | TL                   | %          | TL                   | %          |
| <b>YURT İÇİ HASILAT</b>                                                   | <b>860.146.503</b>   | <b>70%</b> | <b>1.061.187.445</b> | <b>70%</b> | <b>1.308.394.261</b> | <b>71%</b> | <b>1.621.994.096</b> | <b>71%</b> | <b>1.979.369.664</b> | <b>69%</b> |
| Rüzgar/Güneş Enerji Santrali Kurulumu                                     | 238.835.000          | 20%        | 291.810.000          | 19%        | 356.704.000          | 19%        | 445.275.500          | 20%        | 557.500.000          | 19%        |
| OSB Elektrik Altyapı ve Trafo Merkezi Kurulumu                            | 140.535.000          | 11%        | 168.130.000          | 11%        | 202.760.000          | 11%        | 242.380.000          | 11%        | 325.320.000          | 11%        |
| Elektrik, İletim ve Dağıtım Sistemleri Üretimi (Alçak/Orta/Yüksek)        | 319.937.814          | 26%        | 408.241.018          | 27%        | 517.322.549          | 28%        | 656.409.341          | 29%        | 763.034.558          | 27%        |
| Diğer Gelirler*                                                           | 160.838.689          | 13%        | 193.006.427          | 13%        | 231.607.712          | 13%        | 277.929.255          | 12%        | 333.515.106          | 12%        |
| <b>YURT DIŞI HASILAT</b>                                                  | <b>362.507.523</b>   | <b>30%</b> | <b>448.140.960</b>   | <b>30%</b> | <b>542.636.584</b>   | <b>29%</b> | <b>659.852.560</b>   | <b>29%</b> | <b>887.379.015</b>   | <b>31%</b> |
| Rüzgar/Güneş Enerji Santrali ve Trafo Merkezi Kurulumu                    | 271.095.000          | 22%        | 336.770.000          | 22%        | 403.237.200          | 22%        | 485.050.800          | 21%        | 582.834.995          | 20%        |
| Elektrik Üretim, İletim ve Dağıtım Sistemleri Üretimi (Alçak/Orta/Yüksek) | 91.412.523           | 7%         | 111.370.960          | 7%         | 139.399.384          | 8%         | 174.801.760          | 8%         | 304.544.020          | 11%        |
| <b>TOPLAM</b>                                                             | <b>1.222.654.027</b> |            | <b>1.509.328.405</b> |            | <b>1.851.030.846</b> |            | <b>2.281.846.656</b> |            | <b>2.866.748.679</b> |            |

## FAVÖK

FAVÖK hesaplamalarımız esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemini süreklilik arz etmemesi sebebiyle içermemektedir. Şirket’in son üç yıl (2018-2020) içerisinde FAVÖK’ünün yıllık YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) %104 iken projeksiyon döneminde muhafazakâr tahminlere göre satışlarının ve FAVÖK’ün 2020-2025 yılları arasında YBBO’sunun %19 olacağı öngörülmektedir. Aşağıdaki tabloda 2021-2025 projeksiyon dönemindeki satış ve karlılık oranları verilmektedir.

| (TL)                   | 2021T                | 2022T                | 2023T                | 2024T                | 2025T                |
|------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| <b>Net Satışlar</b>    | <b>1.222.654.027</b> | <b>1.509.328.405</b> | <b>1.851.030.846</b> | <b>2.281.846.656</b> | <b>2.866.748.679</b> |
| % Büyüme               | 38,9%                | 23,4%                | 22,6%                | 23,3%                | 25,6%                |
| <b>Satışların</b>      | <b>793.680.701</b>   | <b>979.514.463</b>   | <b>1.201.260.754</b> | <b>1.500.105.836</b> | <b>1.886.112.607</b> |
| % Satışlara Oranı      | 64,9%                | 64,9%                | 64,9%                | 65,7%                | 65,8%                |
| <b>Brüt Kar</b>        | <b>428.973.326</b>   | <b>529.813.942</b>   | <b>649.770.092</b>   | <b>781.740.820</b>   | <b>980.636.072</b>   |
| Brüt Kar Marjı         | 35,1%                | 35,1%                | 35,1%                | 34,3%                | 34,2%                |
| <b>Faaliyet Gideri</b> | <b>88.201.671</b>    | <b>108.530.466</b>   | <b>132.737.385</b>   | <b>163.211.014</b>   | <b>204.502.331</b>   |
| % Satışlara Oranı      | 7,2%                 | 7,2%                 | 7,2%                 | 7,2%                 | 7,1%                 |
| <b>Faaliyet Karı</b>   | <b>340.771.655</b>   | <b>421.283.476</b>   | <b>517.032.707</b>   | <b>618.529.806</b>   | <b>776.133.741</b>   |
| Faaliyet Kar Marjı     | 27,9%                | 27,9%                | 27,9%                | 27,1%                | 27,1%                |
| <b>Amortisman</b>      | <b>15.516.667</b>    | <b>16.683.333</b>    | <b>17.990.000</b>    | <b>19.427.333</b>    | <b>21.008.400</b>    |
| % Satışlara Oranı      | 1,3%                 | 1,1%                 | 1,0%                 | 0,9%                 | 0,7%                 |
| <b>FAVÖK</b>           | <b>356.288.322</b>   | <b>437.966.809</b>   | <b>535.022.707</b>   | <b>637.957.139</b>   | <b>797.142.141</b>   |
| FAVÖK Marjı            | 29,1%                | 29,0%                | 28,9%                | 28,0%                | 27,8%                |

## **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) Hesabı ve Varsayımları**

Risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT131130T14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, şu anki yüksek seviyelerin zamanla normalleşeceği varsayılmış ve mevcut durum için %15 esas alınmıştır.

Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkansızlığından 1 olarak kabul edilmiştir.

Piyasa risk primi %5,5 olarak varsayılmıştır. Piyasada Türkiye tarafına yönelik oluşturulan raporlar da incelendiğinde, risk primi genel olarak %5,5 civarında kabul görmektedir.

Kurumlar vergisi oranı 2021 yılı için %23, 2022 için %21, 2023-2025 yılları arasında da %18 olarak alınmıştır. Bu varsayımlarda Şirketin paylarının en az %20'sinin halka arz edildiği dikkate alınarak ilk 5 hesap dönemine ait kurum kazançlarına, kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli olarak uygulandığı hesaba katılmıştır. Böylece 2020-2025 yılları ortalaması %20'dir.

Girişim Elektrik'in 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %42 seviyesindedir. Uzun vadeli tahminlerde de aynı oran baz alınmıştır. Europower'da ise finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %37 seviyesindedir.

Bu varsayımlar ışığında AOSM, Girişim Elektrik için %18,6, Europower içinde %18,8 olarak hesaplanmıştır. Hesaplama kullanılan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

## **İNA ve Tahminler**

Halka arz edilecek Şirket'in tahminleri, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımamaktadır. Tahminlerin değişmesi durumunda farklı pay başına değer söz konusu olabilir.

Aşağıdaki tabloda görüldüğü gibi Girişim Elektrik (solo) ve %70 bağlı ortaklığı Europower için iki ayrı İNA değerlemesi yapılmıştır. Daha sonra bu iki değer ağırlıkları oranında eklenmiş ve toplam piyasa olan 2.279.613.043 TL değerine ulaşılmıştır. Şirketin 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 22,80 TL'dir.

Girişim Elektrik için tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %18,6 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuçtan Şirket'in 144.125.705 TL'lik solo net borç tutarı çıkarıldığında çıkan piyasa değeri 1.894.552.890 TL'dir.

Europower için tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %18,8 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuçtan Şirket'in 52.887.239 TL'lik solo net borç tutarı çıkarıldığında çıkan piyasa değeri 550.085.933 TL'dir.

**Piyasa Çarpanları Yöntemi:** Şirketin düzeltilmiş son 12 aylık (1Ç20-1Ç21) kümüle FAVÖK ve ana ortaklık payı ile 1Ç21 düzeltilmiş net borç rakamları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir. Düzeltilmiş FAVÖK, Girişim Elektrik'in solo FAVÖK'üne Europower'ın FAVÖK'ünün %70'i eklenerek bulunmuştur. Düzeltilmiş net borç ise Girişim Elektrik'in solo net borcuna

Europower'ın net borcunun %70'i ilave edilerek elde edilmiştir. Raporun genelinde de olduğu gibi hesaplamalarda kullanılan FAVÖK tutarı esas faaliyetlerden diğer gelirler ve giderler hesaplarını içermemektedir. Yurtiçi benzer çarpan analizlerinde Finnet, yurtdışı benzer çarpan analizlerinde ise Refinitiv veri programından alınan veriler kullanılmıştır.

| TL                                   | 31.03.2021  |
|--------------------------------------|-------------|
| Düzeltilmiş Son 1 yıl FAVÖK*         | 255.353.564 |
| Son 1 yıl Ana Ortaklık Payı Net Karı | 169.604.303 |
| Düzeltilmiş Net Borç**               | 183.338.111 |

\* Düzeltilmiş FAVÖK, Girişim Elektrik'in solo FAVÖK'üne Europower'ın FAVÖK'ünün %70'i eklenerek bulunmuştur.

\*\* Düzeltilmiş net borç Girişim Elektrik'in solo net borcuna Europower'ın net borcunun %70'i ilave edilerek elde edilmiştir.

#### Yurtiçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurtiçi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanında birebir karşılaştırılabilir şirket olmasa da BIST'te işlem gören ve faaliyet alanı bakımından benzer enerji ve taahhüt şirketlerine yer verilmiştir. Analizde yer verilen şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Ç21 finansalları baz alınmıştır. Çarpan analizinde Firma Değeri/ FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanı kullanılmıştır. 08.07.2021 tarihi itibarıyla Finnet programından alınan veriler üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Hedef piyasa değeri hesabında medyan çarpanlar Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK ve ana ortaklık net karı tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 31.03.2021 sonu düzeltilmiş net borç tutarı kullanılmıştır.

FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.753.463.331 TL'dir. Şirketin 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 17,53 TL'dir.

#### Yurtdışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurtdışında, Refinitiv verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde hedef değere Şirket'in 31.03.2021 değeri üzerinden ulaşılmıştır. Hedef fiyat hesaplamasında son 1 yıl FAVÖK ve FD/FAVÖK çarpanı ile yapılan hesaplamada 31.03.2021 düzeltilmiş net borç tutarı olan 183 milyon TL kullanılmıştır. Ayrıca F/K çarpanına da bakılmış olup, şirketin nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değerlerin değerlendirilme sonucunda kullanılması uygun görülmüştür. 08.07.2021 tarihi itibarıyla alınan veriler üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir. Böylece şirket için 1.971.503.496 TL hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Şirketin 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 19,72 TL'dir.

#### 4. Değerleme Sonucu

Değerleme çalışmasında hem indirgenmiş nakit akımı hem de piyasa çarpanları yöntemleri incelenmiştir. %50 indirgenmiş nakit akış, %50 benzer şirket çarpan ağırlıklarıyla Şirket için ulaşılan hedef değer 2.071 milyon TL ve hisse başına 20,71 TL'dir. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %17,9 halka arz iskontosu uyguladığımızda halka arz için 17,00 TL hisse başına fiyata ulaşılmıştır.

| Girişim Elektrik Değerleme Sonucu (TL)  | Hedef Değer   | Ağırlık     | Sonuç                |
|-----------------------------------------|---------------|-------------|----------------------|
| İNA                                     | 2.279.613.043 | 50%         | 1.139.806.522        |
| Girişim Elektrik (%100 hisse karşılığı) | 1.894.552.890 |             |                      |
| Europower (%70 hisse karşılığı)         | 385.060.153   |             |                      |
| Çarpan Analizi                          | 1.862.483.414 | 50%         | 931.241.707          |
| Yurtiçi Çarpan Analizi                  | 1.753.463.331 |             |                      |
| Yurtdışı Çarpan Analizi                 | 1.971.503.496 |             |                      |
| <b>Toplam</b>                           |               | <b>100%</b> | <b>2.071.048.229</b> |
| <b>Pay Başına Değer</b>                 |               |             | <b>20,71</b>         |

#### Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)

|                                                        |               |
|--------------------------------------------------------|---------------|
| Nominal Sermaye                                        | 100.000.000   |
| Halka Arz Fiyatı                                       | 17,0          |
| Halka Arz Fiyatları ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri | 2.071.048.228 |
| Hedef Piyasa Değeri                                    | 1.700.000.000 |
| <b>İskonto Oranı</b>                                   | -17,90%       |

## 5. Sonuç Tahmin ve Gerçekleşme Verileri:

| Girişim Elektrik Gelir Tablosu<br>Tahmin & Gerçekleşmeler (TL) | 2021 T        | Gerçekleşen<br>(30.06.2021 itibariyle) |
|----------------------------------------------------------------|---------------|----------------------------------------|
| Satış Hasılatı                                                 | 1.222.654.027 | 152.786.825                            |
| Satışların Maliyeti                                            | 793.680.701   | 104.984.170                            |
| Brüt Kar                                                       | 428.793.326   | 47.802.655                             |
| Faaliyet Gideri                                                | 88.201.671    | 10.453.167                             |
| Faaliyet Karı                                                  | 340.771.655   | 37.349.488                             |
| Amortisman Gideri                                              | 15.516.667    | 10.423.438                             |
| FAVÖK                                                          | 356.288.322   | 29.898.406                             |

İNA metoduna göre 2021 yılsonu satış hasılatı 1.222.654.027 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2021 itibariyle gerçekleşen satış hasılatı ise 152.786.825 TL'dir. Satış hasılatı tutarının yılın ilk altı ayında nispeten düşük olmasının sebebi (tahmin rakamının yarısı alındığında) daha önce fiyat tespit raporunda açıklanmıştır. Yurtiçi kamu kuruluşlarının bütçeleme ve yatırım planlarının oluşturularak ihale sürecine geçilmesi bundan önceki en geç Şubat ilk yarısında gerçekleşmekteyken, bu sürecin pandemi koşulları nedeni ile 2021 yılı için Nisan ayı ve sonrasına kalması sebeplerden biridir. Ayrıca pandemi sürecinde teşvik belgesi çıkarılması aşamasında yatırımcılar ve kamu kurumları ciddi gecikmeler yaşamıştır. İş yapmış olunan kamu ve özel kuruluşlara fatura kesebilmek için teşvik belgelerinin çıkarılması beklendiği ve bu süreçte işlerin bitme noktasına geldiği için ilgili işlerin maliyetlerine katlanılmış ancak hasılatı elde edilememiştir. Dünya genelinde yaşanan pandemi nedeniyle yurtdışı projeler 2020 yılı son çeyreğinde yavaşlamıştır. Bu yavaşlamanın etkisi 2021 yılının ilk çeyreğine ciddi etki etmiştir. 2021 yılı ilk

eyreğinde yurt dışı projeler alınmasına rağmen ilgili projelere fatura düzenlenemediğı için şirketin hasılatına etkisi olmamıştır. Nisan ve sonrasında yurtdışında yeni projeler alınmaya devam edilmiştir. Faaliyet gösterilen sektörün doğası gereğı 3. eyrek ve özellikle son çeyrekte hasılat gerçekleşmeleri ile öngörülen ciro hedefine ulaşmada sapma öngörölmemektedir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu brüt karı 428.793.326 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2021 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 47.802.655 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu faaliyet giderleri 88.201.671 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2021 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise 10.453.167 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu faaliyet karı 340.771.655 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2021 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise 37.349.488 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu FAVÖK 356.288.322 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.06.2021 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 29.898.406 TL'dir.

Şirketimiz, halka arz fiyatının belirlenmesinde 2021 yılı için esas alınan İNA varsayımlarına ulaşılmasını hedeflemektedir.

Saygılarımızla,

Savaş Atanur KAZAZ

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi  
Denetim Komitesi Başkanı

Mete Muzaffer BIÇAKLIOĞLU

Bağımsız Yönetim Kurulu Üyesi  
Denetim Komitesi Üyesi