



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 9 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	%
YURT İÇİ HASILAT	860.146.503	70%	1.061.187.445	70%	1.308.394.261	71%	1.621.994.096	71%	1.979.369.664	69%
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%
YURT DIŞI HASILAT	362.507.523	30%	448.140.960	30%	542.636.584	29%	659.852.560	29%	887.379.015	31%
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%
TOPLAM	1.222.654.027		1.509.328.405		1.851.030.846		2.281.846.656		2.866.748.679	

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
Net Satışlar	1.222.654.027	1.509.328.405	1.851.030.846	2.281.846.656	2.866.748.679
% Büyüme	38,9%	23,4%	22,6%	23,3%	25,6%
Satışların	793.680.701	979.514.463	1.201.260.754	1.500.105.836	1.886.112.607
% Satışlara Oranı	64,9%	64,9%	64,9%	65,7%	65,8%
Brüt Kar	428.973.326	529.813.942	649.770.092	781.740.820	980.636.072
Brüt Kar Marjı	35,1%	35,1%	35,1%	34,3%	34,2%
Faaliyet Gideri	88.201.671	108.530.466	132.737.385	163.211.014	204.502.331
% Satışlara Oranı	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,1%
Faaliyet Karı	340.771.655	421.283.476	517.032.707	618.529.806	776.133.741
Faaliyet Kar Marjı	27,9%	27,9%	27,9%	27,1%	27,1%
Amortisman	15.516.667	16.683.333	17.990.000	19.427.333	21.008.400
% Satışlara Oranı	1,3%	1,1%	1,0%	0,9%	0,7%
FAVÖK	356.288.322	437.966.809	535.022.707	637.957.139	797.142.141
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 değerlendirme 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		
Toplam		100%	2.071.048.229
Pay Başına Değer			20,71

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
İskonto Oranı	-17,90%

5. Sonuç Tahmin ve Gerçekleşme Verileri:

Girişim Elektrik Gelir Tablosu Tahmin & Gerçekleşmeler (TL)	2021 T	Gerçekleşen (30.09.2021 itibariyle)
Satış Hasılatı	1.222.654.027	302.068.631
Satışların Maliyeti	793.680.701	207.254.290
Brüt Kar	428.793.326	94.814.341
Faaliyet Gideri	88.201.671	38.532.247
Faaliyet Karı	340.771.655	56.282.094
Amortisman Gideri	15.516.667	8.175.691
FAVÖK	356.288.322	57.809.161

İNA metoduna göre 2021 yılsonu satış hasılatı 1.222.654.027 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 itibariyle gerçekleşen satış hasılatı ise 302.068.631 TL'dir. Satış hasılatı tutarının yılın ilk dokuz ayında nispeten düşük olmasının sebebi (tahmin rakamının dörtte üçü 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 son çeyrekte hasılat gerçekleşmeleri ile öngörölen ciro hedefine ulaşmada sapma öngörölmemektedir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu brüt karı 428.793.326 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 itibariyle gerçekleşen brüt kar ise 94.814.341 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu faaliyet giderleri 88.201.671 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 itibariyle gerçekleşen faaliyet giderleri ise 38.532.247 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu faaliyet karı 340.771.655 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 itibariyle gerçekleşen faaliyet karı ise 56.282.094 TL'dir.

İNA metoduna göre 2021 yılsonu FAVÖK 356.288.322 TL olarak tahmin edilmiştir. 30.09.2021 itibariyle gerçekleşen FAVÖK ise 57.809.161 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