

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Alnus Yatırım") Kurumsal Finansman Birimi tarafından, Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım") Konsorsiyum Lideri olduğu Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ("Girişim Elektrik", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında hazırladığı 29 Temmuz 2021 tarihli fiyat tespit raporunu 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 Alnus Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. HALKA ARZA İLİŞKİN GENEL BİLGİLER

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
Halka Arz Tarihleri	11-12-13 Ağustos 2021
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Metodu	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Mevcut Ödenmiş Sermaye	100.000.000 TL
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	15.000.000 TL nominal (Sermaye Artışı) 12.000.000 TL nominal (Ortak Satışı) 2.000.000 TL nominal (Ek Satış)
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	115.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	459.000.000 TL (Ek Satış Dahil 493.000.000 TL)
Tahsisat Grupları	8.100.000 TL Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar (%30) 9.450.000 TL Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar (%35) 9.450.000 TL Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar (%35)
Halka Arz Fiyatı	17,00 TL
Halka Açıklık Oranı	%23,48 (Ek Satış Dahil %25,22)
Borsa Kodu	GESAN
Taahhütler	Şirket, halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etmiştir. Şirket'in mevcut ortaklarından Muhittin Behiç HARMANLI, Ali Gökhan ÖZTÜRK, Ramin MALEK ve Mesut BAZ, Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

	itibaren 1 (bir) yıl boyunca; maliki oldukları Şirket paylarını Borsa'da satmayacaklarını, devretmeyeceklerini, rehnemeyeceklerini veya bu paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacaklarını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacaklarını, bu sonuçları doğurabilecek herhangi bir işlem yapmayacaklarını ve yönetim kontrolüne sahip oldukları herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasını sağlayacaklarını ve Borsa dışında yapılacak satışlarda da satışa konu payların bu sınırlamaya tabi olacağının alıcılara bildirileceklerini taahhüt etmişlerdir.
Fiyat İstikrarı	Payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gündür. Fiyat istikrarı işlemlerinde, ek pay satışı gerçekleştiren ortakların elde ettikleri ek pay satışı geliri kullanılacaktır. (Maksimum 34.000.000 TL)

2. ŞİRKET HAKKINDA GENEL BİLGİLER

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. ("Girişim Elektrik" ve/veya "Şirket"); üretim santralleri, enerji iletim ve dağıtım şebekeleri, endüstriyel tesisler, ulaşım sektörü, son kullanıcı olarak adlandırılan enerji tüketicilerine yönelik ürün, hizmet, tesis kurulumu, mühendislik hizmetleri, test ve devreye alma hizmetleri, işletme ve bakım hizmetleri bilgi teknolojileri ve yazılım sistemleri kurulumu konusunda uzmanlaşan mühendis kadrosuna sahiptir. Şirket kendi sektöründe 20 yıllık tecrübeye sahip olup, 19.07.1999 tarihinde satış-pazarlama, bayilik, temsilcilik yapmak amacıyla kurulmuştur.

Şirket, 2008 yılı itibarıyla kademe kademe kapsamına eklediği, mühendislik hizmetleri, yazılım, anahtar teslim yapım işleri ve bununla beraber üretim faaliyetleri ile hızlı bir büyüme sürecine girmiştir. Girişim Elektrik, çok sayıda yerli ve yabancı firmanın da Türkiye ve çevre ülkelerde satış ve sistem kurulumu alanında faaliyetlerini geliştirmiş, müteahhitlik faaliyetlerini de bünyesine katmıştır. Bu bağlamda 2008 yılında Azerbaycan Nahçıvan Özerk Bölgesinde yer alan Bilav Hidroelektrik Santralinin inşası için Nahçıvan Enerji Bakanlığı ile 8 milyon Euro bedelinde sözleşme imzalanmıştır. Aynı yıl Şirket, üretim faaliyetine başlama kararı almış ve Europower Enerji ve Otomasyon Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş. ("Europower Enerji") şirketine %70 oranında iştirak etmiştir. Ankara Kahramankazan'da yer alan 5.626 m² açık alan üzerine kurulmuş ilk fabrika Europower Enerji'ye kiralanmış ve fabrikada üretim faaliyetlerine başlanmıştır.

Şirket, 2016 yılı itibarıyla AR-Ge faaliyetlerine ağırlık vermiş ve bu alanda TÜBİTAK TEYDEB 1501 Sanayi Araştırma Teknoloji Geliştirme ve Yenilik Projeleri Destekleme Programı kapsamında birçok proje yapılmış ve devlet teşviklerinden faydalanılmıştır. Aynı zamanda Girişim Elektrik'in bağlı ortaklığının yapmış olduğu AR-GE ve ÜR-GE çalışmaları sonucu elde

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu | 10 Ağustos 2021**

edilmiş yerli ve milli geniş ürün gamı ve sahip olduğu yerli malı belgeleri ile yerli malı koruma imtiyazlarına teşviklerine sahiptir.

Girişim Elektrik, 7 ülkede yerel yapılanmaya sahip olup stratejik bölge ülkeleri olarak bu ülkelere bölgesel hizmet vermektedir. Şirket Fransız merkezli bir şirket olan Schneider Electric ile birçok anlamda özel iş ortaklıkları ve ticari anlaşmalara sahiptir.

Sermaye ve Ortaklık Yapısı

Şirket, 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu hükümlerine göre kayıtlı sermaye sistemini kabul etmiş ve SPK'nın 15.01.2021 tarih ve 3/63 sayılı izni ile kayıtlı sermaye sistemine geçmiştir. Şirket'in kayıtlı sermaye tavanı 500.000.000,00 TL olup, beheri 1 (bir) Türk Lirası nominal değerinde 500.000.000 adet paya ayrılmıştır. Şirket'in çıkarılmış sermayesi 100.000.000 TL'dir.

Tablo: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Unvanı/Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi			Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
	Grubu	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
Muhittin Behiç Harmanlı	A	14.000.000	14	14.000.000	12,17	14.000.000	12,17
Muhittin Behiç Harmanlı	B	41.000.000	41	34.940.000	30,38	33.930.000	29,5
Ali Gökhan Öztürk	A	6.000.000	6	6.000.000	5,22	6.000.000	5,22
Ali Gökhan Öztürk	B	24.000.000	24	21.240.000	18,47	20.780.000	18,07
Ramin Malek	B	9.980.000	9,98	7.400.000	6,43	6.970.000	6,06
Mesut Baz	B	5.000.000	5	4.400.000	3,83	4.300.000	3,74
Mehmet Özkan Akman	B	20.000	0,02	20.000	0,02	20.000	0,02
Halka Açık Kısım	B	-	-	27.000.000	23,48	29.000.000	25,22
TOPLAM		100.000.000	100	115.000.000	100	115.000.000	100

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket, halka arzdan elde edeceği gelirin %14'ünü yurtiçi, yurtdışı muhtemel yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde, %32'sini devam eden yatırımların sonuçlandırılması ile üretim kapasitesinin ve çeşitliliğinin artırılması, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman ve taşıt alım ve yenilemelerinde, %7'lik kısmını hammadde ve yarı mamul alımlarında, %6'lık kısmını faaliyet giderlerinin finansmanında, %23'lük kısmını finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde ve kalan %18'lik kısmını ise işletme sermayesi olarak kullanmayı planlamaktadır.

3. FİNANSAL TABLOLAR

3.1. BİLANÇO

Finansal Durum Tablosu (TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Dönen Varlıklar	221.918.221	318.857.285	632.832.853	638.439.269
Nakit ve Nakit Benzerleri	37.571.070	56.180.119	127.696.102	137.605.275
Finansal Yatırımlar	149.998	-	298.604	143.843
Ticari Alacaklar	117.166.277	193.632.465	211.126.220	167.749.862
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>16.145.660</i>	<i>110.669.167</i>	<i>67.860.415</i>	<i>75.392.676</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>101.020.617</i>	<i>82.963.298</i>	<i>143.265.805</i>	<i>92.357.186</i>
Diğer Alacaklar	214.145	1.206.910	1.404.679	1.089.467
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>214.145</i>	<i>1.206.910</i>	<i>1.404.679</i>	<i>1.089.467</i>
Devam Eden İnşaat Taahhüt veya Hizmet Sözleşmelerinden Alacaklar	-	1.774.715	29.221.303	30.553.022
Stoklar	38.371.298	33.651.819	242.198.320	270.620.775
Peşin Ödenmiş Giderler	21.044.387	26.534.235	11.877.984	22.426.704
Diğer Dönen Varlıklar	6.915.145	5.641.846	9.007.971	8.178.598
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	485.901	235.176	1.670	71.723
Duran Varlıklar	199.442.339	178.706.333	204.433.157	214.008.871
Ticari Alacaklar	-	30.652.564	-	-
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>-</i>	<i>30.652.564</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Diğer Alacaklar	242.353	186.836	200.912	216.991
Finansal Yatırımlar	247.593	597.032	-	-
Maddi Duran Varlıklar	187.720.768	126.743.403	185.667.290	189.663.736
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	757.299	3.121.905	7.912.120	8.471.135
Ertelenmiş Vergi Varlığı	4.435.165	11.161.046	8.425.004	12.003.984
Diğer Duran Varlıklar	6.039.161	6.243.547	2.227.831	3.653.025
Aktif Toplamı	421.360.560	497.563.618	837.266.010	852.448.140
Kısa Vadeli Yükümlülükler	180.530.120	266.552.426	356.524.104	341.415.574
Kısa Vadeli Borçlanmalar	65.374.017	16.029.064	4.466.555	12.423.717
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53.683.390	87.569.060	193.308.649	174.308.692
Ticari Borçlar	57.371.889	112.937.269	116.438.290	89.083.808
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>515.508</i>	<i>880.298</i>	<i>-</i>	<i>339.040</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>56.856.381</i>	<i>112.056.971</i>	<i>116.438.290</i>	<i>88.744.768</i>
Diğer Borçlar	305.719	113.211	91.199	91.426
Ertelenmiş Gelirler	674.105	41.666.258	22.595.814	49.477.872
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.993.020	7.885.243	11.205.892	6.960.008
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	-	-	1.285.332	1.125.505
Kısa Vadeli Karşılıklar	137.980	352.321	7.132.373	7.944.546
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>78.380</i>	<i>342.721</i>	<i>751.203</i>	<i>916.683</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>59.600</i>	<i>9.600</i>	<i>6.381.170</i>	<i>7.027.863</i>
Uzun Vadeli Yükümlülükler	151.088.227	79.417.247	136.757.978	163.140.821
Uzun Vadeli Borçlanmalar	144.528.414	74.170.064	126.933.842	150.603.466
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.789.576	1.969.488	2.761.614	1.420.566
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.473.237	3.277.695	7.062.522	11.116.789
Özkaynaklar	89.732.213	151.593.945	343.983.928	347.891.745

Alnus Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

Esentepe Mah. Haberler Sk. No:10 Şişli / İSTANBUL

T : +90 (212) 213 08 00 F : +90 (212) 346 09 89

Zincirlikuyu V.D. : 6150025212

Mersis No : 0615002521200015

www.alnusyatirim.com

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu | 10 Ağustos 2021**

Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler/Giderler	36.836.140	36.168.143	60.808.238	60.605.877
Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	37.700.298	36.944.288	61.438.501	61.438.501
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları/ Kayıpları	-864.158	-776.145	-630.263	-832.624
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	142.718	142.718	6.519.443	17.734.979
Geçmiş Yıllar Karları/ Zararları	19.211.792	51.432.153	-56.923.190	133.985.477
Net Dönem Karı/ Zararı	-6.984.706	18.437.009	202.124.203	3.592.807
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	74.205.944	131.090.023	312.528.694	315.919.140
Azınlık Payları	15.526.269	20.503.922	31.455.234	31.972.605
Pasif Toplamı	421.360.560	497.563.618	837.266.010	852.448.140

Oran Analizleri

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla likidite ve mali yapı oranları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Likidite Oranları				
Cari Oran	1,23	1,20	1,78	1,87
Asit Test Oranı	1,02	1,07	1,10	1,08
Nakit Oran	0,21	0,21	0,36	0,40
Mali Yapı Oranları				
Kaldıraç Oranı	0,79	0,70	0,59	0,59
Kısa Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,43	0,54	0,43	0,40
Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,36	0,16	0,16	0,19
Özkaynaklar/ Toplam Varlıklar	0,21	0,30	0,41	0,41
Alacak Devir Gün Sayısı	113	127	90	210
Borç Devir Gün Sayısı	-100	-76	-84	-170

Net Borç

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla borçluluk durumu ve söz konusu borçların özkaynakalara ve FAVÖK'e oranları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

(TL)	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2021
Finansal Yükümlülükler	263.882.821	177.768.188	324.709.046	337.335.875
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	37.571.070	56.180.119	127.696.102	137.605.275
Net Borç	226.311.751	121.588.069	197.012.944	199.730.600
Toplam Özkaynak	89.732.213	151.593.945	343.983.928	347.891.745
Net Borç/Toplam Özkaynaklar	2,52	0,80	0,57	0,57
FAVÖK	79.858.461	53.446.945	332.854.095	19.943.190*
Net Borç/ FAVÖK	2,83	2,27	0,59	0,72

*Yıllıklandırılmış FAVÖK kullanılmıştır.

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu | 10 Ağustos 2021****3.2. GELİR TABLOSU**

Gelir Tablosu (TL)	01.01- 31.12.2018	01.01- 31.12.2019	01.01- 31.12.2020	01.01- 31.03.2020	01.01- 31.03.2021
Hasılat	361.910.770	491.688.536	880.230.625	257.305.706	82.202.846
Satışların Maliyeti (-)	-254.630.518	-410.481.205	-498.108.131	-173.006.694	-55.108.949
Brüt Kar/ Zarar	107.280.252	81.207.331	382.122.494	84.299.012	27.093.897
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.565.412	-357.577	-382.902	-21.846	-525.013
Genel Yönetim Giderleri (-)	-37.068.033	-40.262.560	-55.628.643	-9.858.360	-9.612.880
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)	-	-370.864	-1.995.179	-324.453	-747.650
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22.150.341	23.242.352	40.453.213	27.592.283	31.115.081
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-28.344.666	-31.619.609	-49.497.008	-22.850.135	-30.646.407
Esas Faaliyet Karı/Zararı	62.452.482	31.839.073	315.071.975	78.836.501	16.677.028
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.534.921	28.298.279	2.999.540	-	-
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler	-4.506.553	-50.548	-233.049	-	-
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ.	-	-	-2.001.852	-496.531	-238.334
Düş. Kazançları (Zararları) ve Değ. Düş. Zararlarının İpt.					
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/ Zararı	59.480.850	60.086.804	315.836.614	78.339.970	16.438.694
Finansman Giderleri (-)	-62.696.944	-35.453.016	-63.171.147	-11.177.485	-10.727.724
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Dönem Karı/ Zararı	-3.216.094	24.633.788	252.665.467	67.162.485	5.710.970
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gideri/Geliri	-3.289.722	-1.157.890	-35.622.554	-12.588.877	-1.600.792
<i>Dönem Vergi Gideri/Geliri</i>	-2.308.021	-7.738.233	-36.706.848	-4.672.687	-1.125.505
<i>Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri</i>	-981.701	6.580.343	1.084.294	-7.916.190	-475.287
DÖNEM KARI/ZARARI	-6.505.816	23.475.898	217.042.913	54.573.608	4.110.178
Azınlık Payları	478.890	5.038.889	14.918.710	611.281	517.371
Ana Ortaklık Net Karı	-6.984.706	18.437.009	202.124.203	53.962.327	3.592.807

Kar Marjları

Şirket'in finansal tablo dönemleri itibarıyla kar marjları aşağıda yer alan tablolarda gösterilmiştir.

Oranlar	31.12.2018	31.12.2019	31.12.2020	31.03.2020	31.03.2021
Brüt Kar Marjı (%)	29,6	16,5	43,4	32,8	33,0
FAVÖK Marjı (%)	22,1	10,9	37,8	29,3	24,3
Net Kar Marjı (%)		3,7	23,0	21,0	4,4

4. DEĞERLEME

Girişim Elektrik şirketinin pay başına değeri hesaplanırken; İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemi'ne %50 ve Benzer Şirket Çarpan Yöntemi'ne %50 oranında ağırlık verilerek 2.071 milyon TL ve hisse başına 20,71 TL değere ulaşılmıştır. Bulunan hisse başına hedef piyasa değerine %17,9 halka arz iskontosu uygulanarak 17,00 TL hisse başı fiyat hesaplanmıştır.

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu | 10 Ağustos 2021****4.1. İndirgenmiş Nakit Akımı**

Girişim Elektrik (solo) ve %70 bağlı ortaklığı Europower için iki ayrı İNA değerlemesi yapılmıştır. Daha sonra bu iki değer ağırlıkları oranda eklenmiş ve toplam 2.279.613.043 TL piyasa değerine ulaşılmıştır. Söz konusu hesaplamalar doğrultusunda Şirket'in 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre pay başına değer 22,80 TL olarak hesaplanmıştır.

Nakit akım projeksiyonlarının bugünkü değerinin tespiti için kullanılan AOSM değerine ilişkin detaylar Girişim Elektrik ve Europower için aşağıda yer alan tablolarda sunulmuştur.

Girişim Elektrik		Europower	
Risksiz Getiri Oranı	15,0%	Risksiz Getiri Oranı	15,0%
Beta	1,00	Beta	1,00
Piyasa Risk Primi	5,5%	Piyasa Risk Primi	5,5%
Vergi Oranı	20,0%	Vergi Oranı	20,0%
Borç Oranı	42,0%	Borç Oranı	37,0%
Özkaynak Oranı	58,0%	Özkaynak Oranı	63,0%
Sermaye Maliyeti	20,5%	Sermaye Maliyeti	20,5%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,0%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16,0%
AOSM	18,6%	AOSM	18,8%

Girişim Elektrik(solo) 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 piyasa değeri 1.894.552.890 TL'dir.

Girişim Elektrik-İNA Değerleme					
TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	811.303.689	989.716.427	1.194.308.912	1.450.635.555	1.799.170.100
Yıllık Değişim(%)	13,3	22,0	20,7	21,5	24,0
FAVÖK	275.388.478	340.265.803	409.126.474	494.863.320	631.808.564
FAVÖK Marjı(%)	33,9	34,4	34,3	34,1	35,1
Faaliyet Karı	262.457.922	326.363.025	394.134.807	478.673.875	614.301.564
Marj(%)	32,4	33,0	33,0	33,0	34,1
Vergi Oranı* Faaliyet Karı	60.365.322	68.536.235	70.944.265	86.161.298	110.574.282
Efektif Vergi Oranı	%23	%21	%18	%18	%18
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	202.092.600	257.826.790	323.190.542	392.512.577	503.727.282
Amortisman	12.930.556	13.902.778	14.991.667	16.189.444	17.507.000
Yatırım Harcamaları	29.166.667	32.666.667	35.933.333	39.526.667	43.479.333
Net İşletme Sermaye Değişimi	31.996.239	60.660.331	69.561.445	87.151.058	118.501.745
Serbest Nakit Akımları	153.860.249	178.402.570	232.687.430	282.024.297	359.253.204

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu | 10 Ağustos 2021**

İskonto Oranı	92%	77%	65%	55%	46%
İndirgenmiş Değer	141.256.494	178.402.570	232.687.430	282.024.297	359.253.204
SNA bugünkü değer	753.011.319				
Uç bugünkü değer	1.285.667.276				
Hedef firma değeri	2.038.678.595				
Net borç	144.125.705				
Hedef özsermaye değeri	1.894.552.890				

Europower için tahmini serbest nakit akışı projeksiyonları, %5 uç büyüme değeri ve %18,8 AOSM ile indirgenen verilerden çıkan sonuçtan Şirket'in 552.887.239 TL'lik net borç tutarı çıkarıldığında piyasa değeri 550.085.933 TL'dir.

Europower-İNA Değerleme					
TL	2021T	2022T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	411.350.337	519.611.978	656.721.933	831.211.101	1.067.578.578
Yıllık Değişim(%)	26,0	26,3	26,4	26,6	28,4
FAVÖK	80.899.844	97.701.006	125.896.233	143.093.819	165.333.577
FAVÖK Marjı(%)	19,7	18,8	19,2	17,2	15,5
Faaliyet Karı	78.313.733	80.275.325	102.311.098	109.952.731	141.170.889
Marj(%)	19,0	15,4	15,6	13,2	13,2
Vergi Oranı* Faaliyet Karı	18.012.159	19.933.295	22.121.622	25.174.067	29.129.792
Efektif Vergi Oranı	%23	%25	%22	%23	%21
Vergi Sonrası Esas Faaliyet Karı	60.301.574	60.342.030	80.189.476	84.778.664	112.041.097
Amortisman	2.586.111	2.780.556	2.998.333	3.237.889	3.501.400
Yatırım Harcamaları	5.883.333	6.533.333	7.186.667	7.905.333	8.695.867
Net İşletme Sermaye Değişimi	2.261.872	16.673.170	18.400.851	20.018.503	23.558.249
Serbest Nakit Akımları	54.792.479,8	54.561.207,4	78.187.093,5	89.995.915,3	103.949.669,2
İskonto Oranı	92%	77%	65%	55%	46%
İndirgenmiş Değer	50.254.278	42.110.624	50.780.668	49.186.029	47.807.684
SNA bugünkü değer	240.139.283				
Uç bugünkü değer	362.833.889				
Hedef firma değeri	602.973.172				
Net borç	52.887.239				
Hedef özsermaye değeri	550.085.933				

4.2. Piyasa Çarpanları Yöntemi

Şirket'in piyasa çarpanları analizinde baz alınan veriler aşağıda yer almaktadır.

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

*Girişim Elektrik'in solo FAVÖK tutarına Europower FAVÖK tutarının %70'inin eklenmesiyle bulunmuştur.

**Girişim Elektrik'in solo net borç tutarına Europower net borç tutarının %70'inin eklenmesiyle bulunmuştur.

4.2.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Şirket için yapılan yurtiçi çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanında birebir karşılaştırılabilir şirket olmasa da BIST'de işlem gören ve faaliyet alanı bakımından benzer enerji ve taahhüt şirketleri hesaplama dahil edilmiştir. Yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları medyan değeri kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.753.463.331 TL'dir. Şirket'in 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer ise 17,53 TL'dir.

4.2.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Piyasa Çarpanları

Yurt dışı benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları medyan değeri kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.971.503.496 TL'dir. Şirket'in 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer ise 19,72 TL'dir.

5. DEĞERLEME SONUCU

Girişim Elektrik için yapılan değerlendirme çalışmasında indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemleri kullanılmıştır. Söz konusu çalışmada indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemleri eşit ağırlıklandırılmış olup, Şirket için ulaşılan hedef değer 2.071 milyon TL ve hisse başına 20,71 TL olarak hesaplanmıştır. Ulaşılan hisse başı hedef piyasa değerine %17,9 halka arz iskontosu uygulandığında halka arz için 17,00 TL hisse başı fiyat hesaplanmıştır.

Girişim Elektrik Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Sonuç
İndirgenmiş Nakit Akımı	2.279.613.043	50%	1.139.806.522
<i>Girişim Elektrik (%100 hisse karşılığı)</i>	1.894.552.890		
<i>Europower (%70 hisse karşılığı)</i>	385.060.153		
Çarpan Analizi	1.862.483.414	50%	931.241.707
<i>Yurt İçi Çarpan Analizi (%50)</i>	1.753.463.331		
<i>Yurt Dışı Çarpan Analizi (%50)</i>	1.971.503.496		
	Toplam	100%	2.071.048.228
	Pay Başına Değer		20,71

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı (TL)	
Nominal Sermaye	100.000.000
Halka Arz Fiyatı	17,00
Halka Arz Fiyatı ile Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.071.048.228
Hedef Piyasa Değeri	1.700.000.000
İskonto Oranı	17,90%

6. GÖRÜŞ

- Oyak Yatırım tarafından hazırlanan ve kap.org.tr’de yayımlanmış olan Halka Arz Fiyat Tespit Raporu’na ilişkin analizimizde Şirket verilerinin gerçeği tam olarak yansıttığı kabul edilmiş, ayrıca mali veya hukuki inceleme yapılmamıştır.
- Hazırlanan fiyat tespit raporunda sektör ve Şirket ile ilgili bilgilerin bununla birlikte değerlemede kullanılan yöntem ve değerlerin detaylı bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz.
- Girişim Elektrik için yapılan değerleme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemi ile İndirgenmiş Nakit Akımları Yönteminin eşit ağırlıklandırılmasını uygun buluyoruz.
- İndirgenmiş nakit akımları yönteminde; %15 olarak hesaplama dahil edilen risksiz getiri oranının piyasa koşullarına göre düşük kaldığı görüşündeyiz.
- Piyasa Çarpanları Analizi yönteminde; FD/FAVÖK çarpanının ve medyan değerlerinin kullanılmasını doğru bir yaklaşım olarak değerlendiriyoruz. Söz konusu çarpan analizi yönteminde yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerin seçimini ve hesaplamada eşit ağırlıklandırılmasını da uygun buluyoruz.

Özetle; yukarıda belirttiğimiz çekinceler saklı kalmak kaydıyla, %17,9’luk iskonto oranı da göz önüne alındığında 17,00 TL olarak belirlenen halka arz fiyatının makul olduğunu düşünüyoruz.