

EKOS TEKNOLOJİ VE ELEKTRİK ANONİM ŞİRKETİ

Fiyat Tespit Raporu 13.10.2023

DenizYatırım 

GENİŞ YATIRIM
MENKUL KIYMETLER A.Ş.
Bağkurdağı Caddesi No: 10
35010 Beşiktaş / İstanbul
Tic. Sic. No: 274943
Vergi No: 345943
Mersis No: 34594300000000000000

İçindekiler

1. Giriş.....	4
2. Şirket'e Dair Özet Bilgi ve Değerleme Sonucu.....	6
2.1. Şirkete İlişkin Özet Bilgi.....	6
2.2. Değerleme	7
3. EKOS Teknoloji ve Elektrik Anonim Şirketi ("Şirket, EKOS").....	8
3.1. Genel Bakış	8
3.2. Sermaye ve Ortaklık Yapısı	8
3.3. Kilometre Taşları.....	9
3.4. Faaliyetler Hakkında Bilgi	11
3.5. Finansal Tablolar.....	17
4. Sektörel Bilgiler	19
4.1. EKOS'un Sektör ve Pazarlardaki Avantajları	20
4.2. EKOS'un Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları	20
5. Değerleme Yaklaşımları.....	20
5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı).....	22
5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)	23
6. Değerleme	23
6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri.....	23
6.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri	33
7. Sonuç.....	50
EKLER	51

Kısaltmalar

KISALTMALAR	TANIMLAR
%	: Yüzde
ABD	: Amerika Birleşik Devletleri
ABD Doları / USD / ABD \$	: Amerika Birleşik Devletleri Doları
AOSM	: Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti
Avro / Euro	: Avrupa Birliği para birimi
BİAŞ / Borsa / Borsa İstanbul / BIST	: Borsa İstanbul A.Ş.
Bps	: Baz puan
COVID-19	: Koronavirüs hastalığı 2019
DenizYatırım	: Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.
EPDK	: Enerji Piyasası Düzenleme Kurumu
FAVÖK	: Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar
FD	: Firma Değeri
GES	: Güneş Enerjisi Santrali
GW	: Gigawatt
KAP	: Kamuyu Aydınlatma Platformu
KV	: Kısa Vadeli
Kurul / SPK	: Sermaye Piyasası Kurulu
Medyan	: Ortanca değer de denilmektedir. Bir veri grubunun küçükten büyüğe sıralanması halinde; ortadaki terimi ifade eder. Veri grubunda terim sayısı tek sayı ise ortadaki sayı, çift ise ortadaki iki sayının toplamının yarısı olarak hesaplanır.
Mlr, mlr	: milyar
Mn, mn	: milyon
MW	: MegaWatt
OSB	: Organize Sanayi Bölgesi
PD	: Piyasa Değeri
RES	: Rüzgar Enerjisi Santrali
SMM	: Satılan Malın Maliyeti
SPKn	: 10.12.2012 tarihli ve 28513 sayılı Resmî Gazete’de yayımlanan 6362 sayılı Sermaye Piyasası Kanunu
Şirket / EKOS / İhraççı	: EKOS Teknoloji ve Elektrik Anonim Şirketi
TFRS	: Türkiye Finansal Raporlama Standartları
TL	: Türk Lirası
UV	: Uzun Vadeli
YBBO	: Yıllık Bileşik Büyüme Oranı

1. Giriş

Raporun Amacı

Bu rapor, Deniz Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş. ("DenizYatırım") ile EKOS Teknoloji ve Elektrik Anonim Şirketi ("Şirket, EKOS") arasında 22.08.2023 tarihinde imzalanmış olan Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında Şirket paylarının halka arzında fiyata esas teşkil edecek değerin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III. 62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i kapsamında Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu'nun 2019/19 sayılı bülteni ile kamuya duyurulan 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı Kurul kararı uyarınca Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinde uygun olarak belirlenmesi amacıyla 15.01.2016 tarih ve G-030(268) sayılı Geniş Yetkili Aracı Kurum yetki belgesine sahip Deniz Yatırım tarafından hazırlanmıştır. Ayrıca Deniz Yatırım, Rapor Tarihi itibarıyla Sermaye Piyasası mevzuatı çerçevesinde Gayrimenkul Dışındaki Varlıkları Değerlemeye Yetkili Kuruluşlar Listesi'nde yer almaktadır.

Değerleme Çalışması Sırasında Uygulanan Meslek Kuralları ve Etik İlkeler

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerlendirme çalışmasının Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

- Yapılan değerlendirme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket ortaklarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme hizmeti, ilgili mevzuatlar çerçevesinde gerekli lisans belgelerine sahip değerlendirme uzmanı tarafından Türkiye Değerleme Uzmanları Birliği Meslek Kuralları doğrultusunda yerine getirilmiştir.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- DenizYatırım önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- Gerçekleşme ihtimali bulunmayan varsayımsal durumlar hakkında rapor istenen görevler kabul edilmemiştir.
- Müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket edilmiştir.
- Görev bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme Raporu, Halka Arza Aracılık Yetkilendirme Sözleşmesi kapsamında hazırlanmaktadır. Bu sözleşme kapsamında elde edilecek ücretler, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.

- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerlendirme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalar talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

Sınırlayıcı Koşullar ve Varsayımlar

Değerleme çalışmamızda kullanılan veriler,

- Vizyon Grup Bağımsız Denetim Anonim Şirketi tarafından hazırlanan; 30 Haziran 2023 ve 31 Aralık 2022, 2021, 2020 tarihleri itibarıyla konsolide finansal tablolar ve özel bağımsız denetim raporuna,
- Şirket'e ait izahnameye,
- Kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgilere,
- Talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgiler ile bunlara ilişkin açıklamalara,
- Borsa İstanbul'da işlem gören şirketlerin finansal sonuçlarına,
- Deniz Yatırım'ın analizlerine,

dayanmaktadır.

Değerleme çalışmalarına esas teşkil etmek üzere Deniz Yatırım'a sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engelin oluşmadığı varsayılmış olup bu bilgilerin güvenilir ve doğruluğu ayrıca denetlenmemiştir.

Deniz Yatırım değerlendirme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. Tarafımızca Şirket ile ilgili herhangi bir hukuki veya vergisel durum tespit çalışması yapılmamıştır.

Şirket ortaklarının basiretli hareket ettiği, Şirket yönetiminin konusunda uzman kişilerden oluştuğu varsayılmıştır.

Kullanılan geçmiş yıllara ve ara dönemlere ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Farklı tarihlerdeki finansal veriler ile farklı değerlendirme yöntemleri ve ağırlıklandırmaların kullanılması durumunda farklı değerlere ulaşılabilir.

Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyen (olağandışı mali kriz, doğal afetler, olağandışı siyasi ve yasal değişiklikler, öngörülemez hukuki gelişmeler vb. gibi) alışlagelen dışında bir engel olmadan işletmenin sürdürülebilirliği esasına göre öngörülebilir gelecekte faaliyet göstermeye devam edeceği varsayılmıştır.

Ülkemiz ve dünya ekonomisinde yakın gelecekte gerçekleşen olayların bu rapordaki varsayımlar bölümündeki ekonomik verilerden ciddi sapma göstermeyeceği varsayılmıştır.

3.2.2. Halka Arz Sonrası Planlanan Ortaklık Yapısı

Halka arz, Şirket'in çıkarılmış sermayesinin tamamı nakden karşılanmak suretiyle 220.000.000 TL'den 280.000.000 TL'ye çıkarılması neticesinde ihraç edilecek olan toplam 60.000.000 TL nominal değerli 60.000.000 adet B Grubu payın halka arzı suretiyle gerçekleştirilecektir.

Halka arz edilen payların nominal değeri 60.000.000 TL olup, Şirket'in halka arz öncesi çıkarılmış sermayesine oranı %27,3 ve halka arz sonrası çıkarılmış sermayesine oranı %21,4'tür.

Halka arz sonrası planlanan ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır:

Ortak Adı	Grup	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)	Nominal Değer (TL)	Pay Oranı (%)
Tarık Can Akbaş	A	22.000.000	7,9%	110.000.000	39,3%
	B	88.000.000	31,4%		
Tunahan Akbaş	A	22.000.000	7,9%	110.000.000	39,3%
	B	88.000.000	31,4%		
Halka Açık	B	60.000.000	21,4%	60.000.000	21,4%
Toplam	A	44.000.000	15,7%	280.000.000	100,0%
	B	236.000.000	84,3%		

3.3. Kilometre Taşları

Tarih	Gelişme
2000	Şirket, "Ekosinerji Elektrik Sanayi ve Ticaret Anonim Şirketi" unvanı ile kurulmuştur. Şirket'in kurulduğu dönemde faaliyet alanı temel olarak orta ve yüksek gerilim elektrik şebekelerinin denetim ve otomasyonunu temin eden anahtarlama ekipmanları, röle ve kumanda cihazları ile bunların prefabrik köşk ve panolarda entegrasyonu, imalatı ve ilgili taahhüt hizmetleri olarak belirlenmiştir.
2001	SF6 gazlı yük ayırıcısı ve hava yalıtımlı hücre geliştirme projesi kapsamında Ar-Ge çalışmalarına başlanmıştır. Şirket'in ilk monoblok beton köşk kalıbı geliştirilmiş ve Şirket İstanbul'da beton köşk üretimi ile üretim faaliyetlerine başlanmıştır.
2002	Şirket tarafından hava yalıtımlı hücre üretimine başlanmış ve üretimi gerçekleştirilen ilk hava yalıtımlı hücreler satışa sunulmuş; TEDAŞ Bursa Müessese Müdürlüğü'ne temin edilmiştir. Şirket'in Cezayir'deki bağlı ortaklığı Ekos Cezayir (Sarl EKOS Energie) kurulmuştur. General Electric (GE) otomasyon ve SCADA ürünleri kapsamında "Katma Değerli Satıcı" anlaşması yapılmış ve GE'den distribütörlük sertifikası da alınarak GE ile işbirliğine başlanmıştır.
2003	Cezayir'de elektrik ve doğal gaz dağıtımından sorumlu devlete ait kamu kuruluşu olan Sonelgaz'ın şebeke modernizasyon projesi kapsamında yüksek gerilim enerji nakil hattı ve trafo koruma sistemlerinin yenilenmesi ihalesi kazanılmıştır. Gaz yalıtımlı hücre geliştirme projesi kapsamında Ar-Ge çalışmalarına başlanmıştır. Şirket tarafından ilk kez hava yalıtımlı hücrelerin ihracatı gerçekleştirilmiş; bu kapsamda ilk satışlar Cezayir'e yapılmıştır.
2004	Şirket, Cezayir'deki ilk trafo merkezi otomasyonu projesini tamamlamıştır. Türkiye'deki ilk yerli SF6 gaz yalıtımlı RMU hücre, Osel Elektrik (Şirket, Osel Elektrik'i bütün aktif ve pasifleriyle birlikte 2009 yılında birleşme suretiyle devralmıştır) tarafından üretilmiştir.

dağıtım panosu, 191 adet orta gerilim kesici ve 3 adet yüksek gerilim anahtarlama sistemi üretme kapasitesine sahiptir.



2017 yılında faaliyete başlayan Balıkesir 2 Fabrikası'nda;

- Beton ve sac trafo merkezleri,
- Konteynır birleşik çözüm ürünleri

Üretilirken, aylık 150 beton köşk üretim kapasitesi bulunmaktadır.

2022 yılında faaliyete geçen Balıkesir 3 Fabrikası'nda ise;

- Orta gerilim ve yüksek gerilim anahtarlama ve kontrol panoları
- Mobil trafo merkezleri

üretilmektedir. Aylık, 100 adet orta gerilim /yüksek gerilim anahtarlama ekipmanı panosu üretme kapasitesine sahiptir.

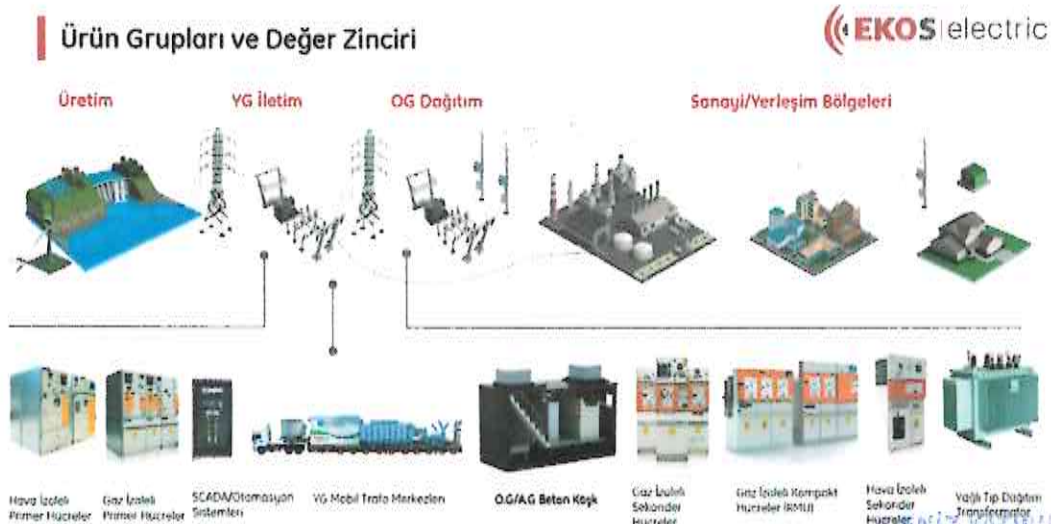
Faaliyetlerine 2023 yılının 3. çeyreğinde başlayan Portekiz Fabrikası'nda;

- Orta gerilim (OG) anahtarlama ekipmanları
- Kumanda-otomasyon panoları

imal edilmektedir.

3.4.2. Ürün Grupları

Şirket'in, aşağıdaki görselde kullanım alanları ile birlikte yer alan ürün ve projeleri aşağıdaki bölümlerde özetlenmiştir.



1. Orta Gerilim Anahtarlama Ürünleri

Üretimi temel olarak Ana Fabrika'da gerçekleştirilen ürünler aşağıdaki başlıklarda sıralanmıştır.

1.1. Metal Mahfazalı Gaz Yalıtımlı Modüler Hücreler (Primer):



OG şebekenin ana omurgasını oluşturan, iletim şirketinin (Türkiye’de TEİAŞ) işlettiği yüksek gerilimi orta gerilime dönüştüren trafo merkezlerinde ve buradan çıkan hatların karşı tarafında yer alan, dağıtım şirketinin veya enerjisini OG seviyesinden alan tüketicinin (büyük sanayi tesisleri gibi) dağıtım merkezinde kullanılmak üzere tasarlanmış modüler gaz yalıtımlı hücrelerdir.

1.2. Metal Mahfazalı Gaz Yalıtımlı Modüler Hücreler (Sekonder):



OG dağıtım şebekesinin tüketici trafolarına kadar olan sekonder tarafı için tasarlanmış, modüler gaz yalıtımlı hücrelerdir.

1.3. Metal Mahfazalı Gaz Yalıtımlı Kompakt Hücreler, RMU (“Ring Main Unit”) – Ana Halka Ünitesi:



Sekonder OG devreleri çoğu zaman halka (*ring*) diye adlandırılan dairesel bir mimariye kurulurlar. Halka devrenin uygun noktalarında, çıkışları tüketim noktalarına bağlanan tüketici trafoları (*dağıtım trafoları diye adlandırılır*) yer alır ve bu trafoların enerjisi OG sekonder hücreleri üzerinden aktarılır.

1.4. Metal Bölme (Metal Clad) Hücreler:



Özellikle primer dağıtım merkezleri için tasarlanmış olup arabalı (çekmeceli) tip kesicili orta gerilim hücreleridir.

1.5. Metal Mahfazalı Hava Yalıtımlı Modüler Hücreler:



Hava yalıtımlı hücreler, orta gerilim dağıtım şebekelerinin sekonder tarafları için, transformatör binalarında, beton ya da sac köşklerde kullanılmak üzere tasarlanmıştır.

2. Monoblok Transformatör:

2.1. Yer Üstü Beton Köşkler



Yer üstü beton köşkler, açık alanlarda, 36 kV'a kadar sekonder dağıtım sistemlerinde orta gerilim hücreleri ve diğer şalt ve dağıtım ekipmanlarını korumak amacıyla tasarlanmıştır.

2.2. Yarı Gömülü Beton Köşkler



Yarı gömülü beton köşkler, estetik ve fonksiyonelliğin bir araya geldiği, modern transformatör merkezleridir. Şehir merkezleri, siteler, alışveriş merkezleri gibi yerlerde, alan optimizasyonuna olan ihtiyaç nedeniyle yoğun bir şekilde tercih edilmektedir.

2.3. Yer Altı Beton Köşkler



Beton köşklerin aksine şehrin genel görünümünü bozmadan enerji dağıtımını sağlayan transformatör merkezleridir.

2.4. GES İnvertör Köşkleri

Güneş panellerine ait invertör trafolarının paralel olarak birbirlerine bağlandıkları bir orta gerilim şebekesini oluşturur.

3. Koruma Kumanda ve otomasyon Panoları



Elektrik iletim ve dağıtım şebekesinin en çok katma değer gerektiren teçhizatı olan otomasyon panoları, üretim noktalarından tüketim noktalarına iletim sürecinde yük dengeleme gereksinimlerine göre gücün akış yönünün denetlemesini sağlamaktadır.

Ticari Mal Satışları

Şirket'in bir diğer faaliyet alanı, enerji sektöründe faaliyet gösteren küresel firmalardan biri olan General Electric firmasının şebeke otomasyonu ve varlık yönetimi alanındaki yazılım ve donanım ürün ve sistemlerinin Türkiye ve Cezayir pazarları için yürüttüğü distribütörlük hizmetleridir. Bu kapsamda; Ticari mal satışlarını trafo önleyici bakım sensör ve yazılımları, otomasyon ürünleri, orta gerilim kapasitörler ve 220kV'a kadar gaz yalıtımlı anahtarlama ürünleri (GIS) oluşturmaktadır.

Anahtar Teslim Projeler

Şirket'in anahtar teslim projeler alanındaki faaliyetleri üç ana başlık altında toplanabilir.

1. Yüksek ve/veya Orta Gerilim Trafo Merkezleri:



Ain Tadles 60kVSS Cezayir

Şirket, 500 kV'a kadar trafo merkezi yapım işlerine ana ya da alt yüklenici olarak veya konsorsiyum yapısı içerisinde katılmaktadır.

2. Mobil Trafo Merkezleri



Mobil transformatör merkezleri, yüksek ya da orta gerilim şebekenin ana primer omurgasında, doğal afetlerde, acil durumlarda, inşaat işlerinin zor ve çok zaman gerektirdiği zamanlarda, büyük bakımlar süresince ihtiyaç olabilecek acil güç ihtiyacını karşılamak için tasarlanan, gerekli ekipmanları taşıyan bir veya daha fazla römork üzerine monte edilmiş merkezlerdir.

3. Otomasyon Sistemleri



İstanbul Çağlayan 380kV GIS SS

Şirket bu faaliyetleri kapsamında; SCADA (Gözetleyici Kontrol ve Veri Toplama), LAN (Yerel Alan Haberleşme Ağı) ve WAN (Geniş Alan Haberleşme Ağı) altyapısı, RTU

(Uzaktan Terminal Ünitesi) ile ana kumanda merkeziyle veri iletişimi, APM (Varlık Performans Yönetimi), IOT (Nesnelerin İnterneti) ve bulut teknolojileriyle entegrasyon, RDMS (İlişkisel Veri Tabanı Yönetimi) ile şirketlerin IT / ERP (Kurumsal Kaynak Planlaması) altyapısıyla entegrasyon sağlayacak mühendislik tasarım, imalat, kurulum, test ve devreye alma hizmetlerini sunmaktadır.

3.5. Finansal Tablolar

3.5.1. Bilanço

VARLIKLAR – Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	201,6	362,5	650,5	931,6
Nakit ve nakit benzerleri	19,2	11,6	34,2	29,2
Finansal yatırımlar	0,0	0,0	0,2	0,3
Ticari alacaklar	108,7	215,4	342,0	446,2
-İlişkili taraflardan ticari alacaklar	0,0	0,0	0,0	7,5
-İlişkili olmayan taraflardan ticari alacaklar	108,7	215,4	342,0	438,7
Diğer alacaklar	14,9	6,5	8,0	18,2
-İlişkili taraflardan diğer alacaklar	11,6	1,2	5,7	9,5
-İlişkili olmayan taraflardan diğer alacaklar	3,3	5,3	2,3	8,7
Stoklar	40,6	96,6	206,4	322,1
Peşin ödenmiş giderler	6,3	17,8	36,7	68,0
Câri dönem vergisiyle ilgili varlıklar	0,4	0,3	0,3	0,0
Diğer dönen varlıklar	11,5	14,4	22,6	47,6
Duran Varlıklar	57,0	72,8	103,0	117,8
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	3,0	2,9	2,8	2,8
Maddi duran varlıklar	45,5	48,6	70,9	81,7
Faaliyet kiralamasına konu varlıklar	1,4	1,7	1,1	4,8
Maddi olmayan duran varlıklar	4,6	6,0	6,4	6,5
Peşin ödenmiş giderler	0,0	3,8	8,9	8,9
Ertelenmiş vergi varlığı	2,5	9,7	12,8	13,1
TOPLAM VARLIKLAR	258,6	435,3	753,5	1.049,5

KAYNAKLAR- Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Kısa Vadeli Yükümlülükler	95,1	233,9	401,7	628,2
Kısa vadeli borçlanmalar	19,4	101,7	115,6	226,4
Ticari borçlar	59,1	106,7	205,3	316,7
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	0,3	0,6	2,6	4,1
Diğer borçlar	2,5	8,6	30,3	16,5
-İlişkili taraflara diğer borçlar	0,0	3,0	0,0	0,0
-İlişkili olmayan taraflara diğer borçlar	2,5	5,6	30,3	16,5
Ertelenmiş gelirler	6,6	8,2	32,4	45,4
Dönem kârı vergi yükümlülüğü	2,8	2,6	7,3	9,6
Kısa vadeli karşılıklar	4,5	5,6	8,2	9,5
-Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin karşılıklar	0,7	1,1	2,1	2,1
-Diğer kısa vadeli karşılıklar	3,8	4,5	6,1	7,4

4. Sektörel Bilgiler

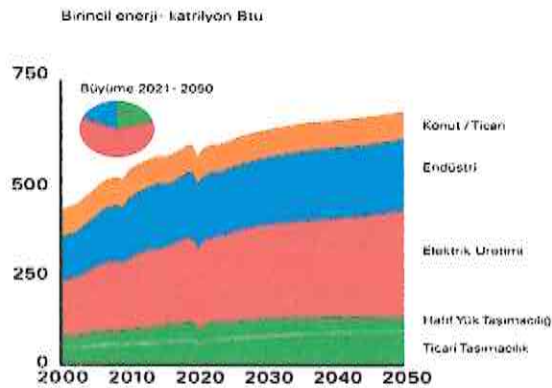
Dünyada Elektrik Altyapısı İhtiyaçları:

Güç üretimi ihtiyaçları gelişmiş ve gelişmekte olan ekonomiler arasında farklılık gösterse de tüm dünyada elektrik enerjisine olan talep artma eğilimindedir. Bu talep artışının neden olduğu altyapı gereksinimleri elektrik enerji ihtiyacını tam olarak karşılayamayan ülkelerin yanında yenilenebilir enerji dönüşümüne ihtiyaç duyulan gelişmiş ülkelerde de teknolojik dönüşümü gerekli kılmaktadır.

Paris İklim Anlaşmasına göre 46 ülke, yerli kömürü aşamalı olarak kaldırma taahhüdünde bulunurken, 29 ülke 2022 yılının sonuna kadar fosil yakıtlar için doğrudan kamu desteğini sona erdirmeye ve yeşil enerjiye yönelme taahhüdünde bulunmuştur. (Kaynak: <https://www.pwc.com.tr/tr/sektorler/enerji-altyapi-madencilik/yayinlar/turkiye-ve-dunyada-gunes-enerjisi-sektoru.html>, Erişim tarihi: 07.08.2023)

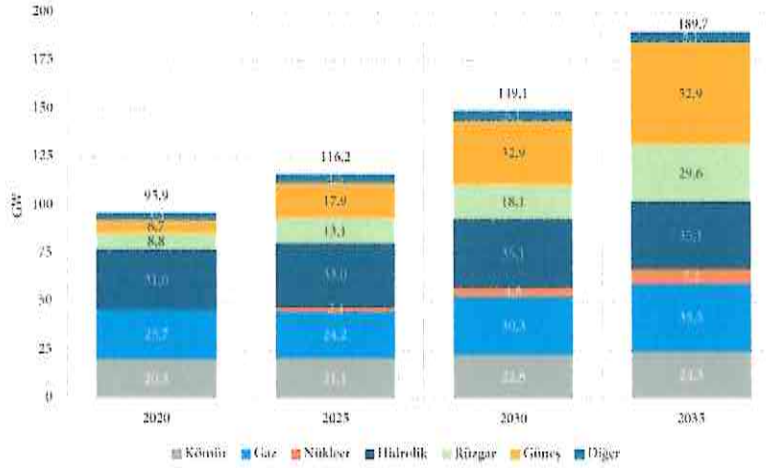
Power Technology Research'e göre, ABD'de her yıl 1 milyondan fazla dağıtım transformatörü satılmaktadır, ancak bunların yalnızca üçte biri kapasite artışlarına katkıda bulunurken; diğer üçte ikisi (yaklaşık %70'i) 25 yıldan daha eski olan transformatörlerin yenilenmesi için kullanılmaktadır. Bu nedenle, yenilenebilir enerji kaynakları ve elektrikli araçların ABD pazarındaki yaygınlaşmasına rağmen, ABD'nin dağıtım transformatörü piyasası hala yenileme odaklı bir Pazar olacağı öngörülmektedir. (Kaynak: Power Technology Research, The U.S. ' Distribution Transformer Market)

Sektör bazında küresel enerji talebi



Türkiye'de Elektrik Altyapısı İhtiyaçları:

Türkiye 06.10.2021 tarihi itibarıyla Paris İklim Anlaşması'nı onaylamış ve 2030 yılına kadar ulaşmayı hedeflediği ulusal katkı beyanını BM'ye sunmuştur. Bu kapsamda, Türkiye 2030 yılına kadar karbon salımını mevcut duruma göre %21 azaltmayı, 2053 yılında ise sıfır net karbona ulaşmayı hedeflemektedir. Küresel ısınmanın yol açtığı etkileri azaltmak amacıyla hız kazanan yenilenebilir enerji gereksinimleri; fosil yakıtla çalışan büyük güçlü enerji santrallerinin yerine daha küçük güçlerde çalışan, kimi zaman yerel yönetim, mahalle, site, hatta mesken temelinde kurulan rüzgar ve güneş santrallerini getirmekte ve bu gereksinim tüm elektrik enerjisi değer zincirini dönüştürmektedir.



Kaynak: T.C. Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Türkiye Ulusal Enerji Planı

4.1. EKOS'un Sektör ve Pazarlardaki Avantajları

- İletim şebekesinde kullanılan gaz yalıtımlı primer hücre grubunda ilk yerli üretici konumunda olması ve halihazırda bu ürün grubunda yerli bir rakibinin bulunmuyor olması,
- Kendi kaynakları ile tasarladığı, tip test ve sertifikasyon süreçlerini TSE, IEC ve IEEE gibi standartlara uygun tamamladığı anahtarlama ürünleri ve transformatör merkezleri ile uçtan uca çözümler sunabilmesi,
- Ham madde işleme tesisleri ile de ürünlerin yarı mamullerini kendi bünyesinde üretebilmesi bu sayede maliyet avantajı elde etmesi,
- Kuruluşundan bu yana iletim ve dağıtım elektrik şebekesi kendi üretimi olan altyapı ekipmanları ve SCADA otomasyon ve dijitalizasyon konusunda köklü bir şirket olan General Electric ile işbirliği içerisinde çalışarak ve mühendislik açısından karmaşık projeleri tamamlayarak tecrübe edinmesi,

4.2. EKOS'un Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları

- Şirket'in bazı hammadde gruplarında yurt dışına olan bağımlılık sebebiyle üretimi aksatmayacak miktarda stok tutma gerekliliği,
- Bazı pazarlarda pazarlarda standartları belirleyen uluslararası üreticilerle rekabet içinde olması,
- Enerji piyasalarının politik ve sosyal değişimlerden doğrudan etkilenmesi ve bu değişimlere bağlı olarak Şirket'in projelerinin tahsilat süreçlerinin etkilenmesi

5. Değerleme Yaklaşımları

Uluslararası Değerleme Standartları (UDS) 105'te 3 temel değerlendirme yaklaşımı mevcuttur.

- Maliyet Yaklaşımı
- Gelir Yaklaşımı
- Pazar Yaklaşımı

EKOS'un pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılacak değerlendirme yaklaşımının belirlenmesi amacıyla; UDS 10.3'te belirtilen seçim sürecinde dikkate alınacak asgari hususlar değerlendirilmiştir.

UDS 60.1'e göre Maliyet Yaklaşımı; bir alıcının, gereksiz külfet doğuran zaman, elverişsizlik, risk gibi etkenler söz konusu olmadıkça, belli bir varlık için, ister satın alma, isterse yapım yoluyla edinilmiş olsun, kendisine eşit faydaya sahip başka bir varlığı elde etme maliyetinden daha fazla ödeme yapmayacağı ekonomik ilkesinin uygulanmasıyla gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımdır. Bu yaklaşımda, bir varlığın cari ikame maliyetinin veya yeniden üretim maliyetinin hesaplanması ve fiziksel bozulma ve diğer biçimlerde gerçekleşen tüm yıpranma paylarının düşülmesi suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlenmektedir.

Maliyet yaklaşımı normalde işletmelerin ve işletmedeki payların değerlemesinde, uygulanamaz. Bu kapsamda EKOS'un bir yatırım ortaklığı veya holding şirketi olmaması, Şirket'in sürekli olması ve kuruluş döneminde olmaması nedenleriyle EKOS'un pay başına değerinin tespit edilmesinde kullanılmamıştır.

UDS 105 40.1'e göre Gelir Yaklaşımı, gösterge niteliğindeki değer, gelecekteki nakit akışlarının tek bir cari değere dönüştürülmesi ile belirlenmesini sağlar. Gelir yaklaşımında varlığın değeri, varlık tarafından yaratılan gelirlerin, nakit akışlarının veya maliyet tasarruflarının bugünkü değerine dayanılarak tespit edilir. Gelir Yaklaşımı'nın uygulanması ve bu yaklaşıma önemli ve/veya anlamlı bir ağırlık verilmesi gerektiği durumları belirleyen UDS 105 40.3'ün b) bendinde belirtilen; gelecekteki gelirin miktarı ve zamanlamasına ilişkin önemli belirsizliklerin bulunması halinde bu yaklaşımın uygulanması değerlemeyi gerçekleştirenin takdirine bırakılmıştır.

Gelir Yaklaşımı'nın güçlü yönleri; yer verilen projeksiyonlar vasıtasıyla, sektör ve şirketin gelecek dönemlerdeki beklentilerine, büyüme – yatırım planlarına ve değere etki eden kilit faktörlere ilişkin bilgi sağlamasıdır. Ayrıca bu yöntem kilit değişkenlerin farklılaştırılması vasıtasıyla hassasiyet analizine de imkân vermektedir. Bu yöntemin dezavantajı ise varsayımlara duyarlı olması dolayısıyla farklı varsayımlar çerçevesinde farklı değerlendirme sonuçlarına ulaşılmasıdır. Buna göre değer, varsayımların güvenilirliği ve değişimlerine doğrudan bağlıdır.

EKOS'un pay başına değerinin tespit edilmesinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne (Gelir Yaklaşımı Yöntemi) yer verilmiştir. İNA kapsamında Projeksiyonlar oluşturulurken, Şirket'in devam eden tesis yatırımının verimlilik katkısı, satış hacmine sağlayacağı katkı konularında muhafazakar yaklaşım sergilenmiştir. Bunlara ek olarak; paylarının ilk defa halka arz edildiği hesap döneminden başlamak üzere beş hesap dönemine ait kurum kazançlarına kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli uygulanması dikkate alınmamış ve Şirket'in yakın vadede tamamlanacak önemli yatırımları olmasına rağmen projeksiyon döneminde öngörülen; miktar ve fiyat değişimleri ile kar marjları muhafazakar yaklaşımla 2020 – 2023/06 dönemleri gerçekleştirmelerine paralel bir perspektif ile oluşturulmuştur.

UDS 105 20.1'e göre Pazar Yaklaşımı, varlığın, fiyat bilgisi elde edilebilir olan aynı veya karşılaştırılabilir (benzer) varlıklarla karşılaştırılması suretiyle gösterge niteliğindeki değer belirlendiği yaklaşımı ifade eder. UDS 105 20.2'nin b) bendinde belirtildiği üzere bu yaklaşımın kullanılmasına olanak sağlayan durumlardan biri de "değerleme konusu varlığın

veya buna önemli ölçüde benzerlik taşıyan varlıkların aktif olarak işlem görmesi”dir. Borsa İstanbul’da ve yurt dışı piyasalarda, dahil olduğu sektör ve/veya üretim faaliyetinde bulunması sebebiyle EKOS ile benzerlik taşıyan şirketler işlem görmektedir. Söz konusu şirketler büyüklükleri ve işlem gördükleri pazarlar itibarıyla etkin olarak fiyatlanmaktadır. Bununla birlikte Borsa İstanbul’da işlem gören “elektrik ekipmanları üreticileri”nin çoğunluğunun çarpan seviyelerinin belirlenen üst sınırları aşması nedeniyle anlamlı medyan değerleri elde edilememekte ve bu nedenle değerlemede dikkate alınamamaktadır. Söz konusu grupta yer alan şirketlerin Şirket ile yüksek benzerlik seviyeleri ve bu şirketlere ait çarpanların, piyasa katılımcılarının sektör ve sektör şirketlerine ilişkin beklentilerini yansıtmaları göz önünde bulundurularak, bunlara ait çarpanlar bilgi amaçlı olarak raporda almaktadır.

Pazar Yaklaşımı Yöntemi’nin güçlü yönleri; mevcut piyasa koşullarını, yatırımcı beklentilerini, benzer şirketlerin değer seviyelerini ve gerçekleşen işlemler vasıtasıyla yatırımcıların ödemeye hazır olduğu değeri yansıtarak değerlemesi yapılan varlık için önemli emsaller sunmasıdır. Söz konusu yöntemin başlıca dezavantajları ise; değerlemenin; çarpan setinin alındığı pazara karşı duyarlı olması, benzer şirket olarak değerlendirilen şirketlerin gelişme evrelerini, pay grupları arasındaki kontrol primini, ileriye dönük gerekli yatırım miktarlarını ve faaliyet karlılığını dikkate almamasıdır.

Bu itibarla; EKOS’un pay başına değerinin tespit edilmesinde UDS’nin yukarıda açıklanan ilgili maddelerine göre Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı’na yer verilmiştir.

5.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı)

Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır. Bu yöntem kapsamında kullanılan başlıca çarpanlar aşağıda yer almaktadır.

Firma Değeri / FAVÖK (FD/FAVÖK): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan net finansal borcunun (“Net Borç” = Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler + Uzun Vadeli Finansal Yükümlülükler – Nakit ve Nakit Benzerleri ile Finansal Varlıklar) toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri’nin, ilgili tarih itibarıyla açıklanmış olan son 12 aylık faiz, amortisman, vergi öncesi karına (“FAVÖK”) bölünmesiyle hesaplanır.

Firma Değeri / Satışlar (FD/Satışlar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki piyasa değeri ve aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan Net Borç’unun toplanmasıyla hesaplanan Firma Değeri’nin, yine aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık net satışlarına (“Hasılat”) bölünmesiyle hesaplanır.

Fiyat / Kazanç (F/K): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri’nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan finansal tablolarında yer alan son 12 aylık ana ortaklık net karına (“Kazanç” veya “Net Dönem Karı” veya “Ana Ortaklık Net Dönem Karı”) bölünmesiyle hesaplanır.

Piyasa Değeri / Öz Kaynaklar (PD/A.O. Öz Kaynaklar): İşlem gören bir şirketin belirli bir tarihteki Piyasa Değeri'nin, aynı tarih itibarıyla açıklanmış olan en son finansal tablolarında yer alan ana ortaklığa ait öz kaynaklarına ("A.O. Öz Kaynaklar") bölünmesiyle hesaplanır.

EKOS'un paylarının değerinin tespit edilmesinde, bir sanayi şirketi olması itibarıyla sanayi şirketleri için yaygın olarak kullanılan; FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına yer verilmiştir. Bu kapsamda dikkate alınan çarpanlar ile oluşturulan yaklaşımın mevcut şartlar ve var olan diğer yaklaşımlar göz önüne alındığında en güvenilir yöntem olduğu ve değerlendirme için en uygun yaklaşım olduğu düşünülmektedir.

Çarpan hesaplamasına baz olacak son 12 aylık (01.07.2022 – 30.06.2023) döneme ait tutarların hesaplanması; "01.01.2022 – 31.12.2022 (2022/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2022 – 30.06.2022 (2022/06)" dönemine ait tutarların çıkarılması ve "01.01.2023 – 30.06.2023 (2023/06)" dönemine ait tutarların eklenmesiyle gerçekleştirilmiştir.

5.2. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ("İNA") (Gelir Yaklaşımı)

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne göre bir şirketin değeri, söz konusu şirketin var olduğu süre boyunca yaratması beklenen tüm nakit akımlarının bugünkü değeridir. Söz konusu nakit akımları; "projeksiyon dönemi" ile bu dönemden sonrasını ifade eden "devam eden değer" olmak üzere iki parçadan oluşmaktadır.

Projeksiyon dönemi nakit akımları ve devam eden değer, Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) ile indirgendikten sonra bulunan toplam değer şirketin "Firma Değeri"ni ifade etmektedir. Firma Değeri, şirketin özkaynak ve borçlanma yollarıyla sağladığı finansman kaynakları ile yarattığı toplam değerdir. Firma Değeri'nden son döneme ait "net finansal borç"un düşülmesiyle "Şirket Değeri" ya da "Özkaynak Değeri"ne ulaşılır. Net Finansal Borç, şirketin son dönem bilançosunda yer alan kısa ve uzun vadeli "finansal borçlar"dan nakit, nakit benzerleri ile kısa ve uzun vadeli finansal varlıkların düşülmesiyle hesaplanmaktadır.

6. Değerleme

6.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'ne Göre Şirket Değeri

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre EKOS'un şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için; 30.06.2023 tarihli bilanço verileri ile 01.07.2022 – 30.06.2023 dönemine ilişkin (son 12 ay) Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır.

6.1.1. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Şirket Verileri

6.1.1.1. Net Borç Pozisyonu

EKOS'un net (finansal) borç pozisyonu 30.06.2023 itibarıyla 296,5 TL milyon TL'dir. Net Borç Pozisyonu hesaplamasında dikkate alınan bilanço kalemleri yükümlülük tarafında; uzun ve kısa vadeli finansal borçlar ile diğer borçlar, varlık tarafında ise; nakit ve nakit benzerleri, finansal yatırımlar ve diğer alacaklardır.

Net Finansal Borç - TL	30.06.2023
Kısa Vadeli Finansal Borçlar	226.362.388
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	16.478.489
Ödenecek Vergi ve Fonlar	16.089.796
Diğer Çeşitli Borçlar	388.693
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	99.205.728
Borçlar	342.046.605
Nakit ve nakit benzerleri	29.243.532
Finansal yatırımlar	326.632
Diğer alacaklar	15.968.297
Vergi Dairesinden Alacaklar	6.451.323
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	9.516.974
Alacaklar	45.538.461
Net Finansal Borç	296.508.144
30.06.2023 USD/TRY	25,87
Net Finansal Borç - USD	11.461.644

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

6.1.1.2. FAVÖK, Net Satış ve Net Kar

EKOS'un Çarpan Analizi Yöntemi kapsamında dikkate alınan FAVÖK ve Net Kar tutarları 2020, 2021, 2022, 2022/06, 2023/06 ve 01.07.2022 – 30.06.2023 dönemini gösteren son 12 aylık dönem itibarıyla aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veriler - Milyon TL	2020	2021	2022	2022/06	2023/06	2023/06*
Net Satış	149,2	234,7	522,5	97,0	354,1	779,6
Brüt Kar	29,4	61,7	181,2	36,8	116,7	261,1
Esas Faaliyet Giderleri	24,2	34,4	55,2	24,0	58,9	90,1
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir (-)/Gider(+), Net	-11,2	-34,3	-40,9	-26,6	-46,9	-61,2
Faaliyet Karı	16,4	61,6	166,9	39,5	104,7	232,2
Amortismanlar (+)	3,8	4,4	5,3	2,7	4,6	7,2
FAVÖK	20,2	66,0	172,2	42,1	109,4	239,4
Net Kar (Ana Ortaklık)	9,9	20,5	106,5	11,2	36,8	132,1

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

* Son 12 aylık 01.01.2022 – 31.12.2022 (2022/12)" dönemine ait tutarlardan, "01.01.2022 - 30.06.2022 (2022/06)" dönemine ait tutarın çıkarılmış ve "01.01.2023 - 30.06.2023 (2023/06)" dönemine ait tutar eklenmiştir.

EKOS'un geçmiş dönemlerine ilişkin olarak yapılan FAVÖK hesaplamalarında, ağırlıklı kısmı ticari faaliyetlerden kaynaklanan kur farkı gelir ve giderleri ile ertelenmiş finansman gelirlerinden oluşan Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir ve Giderler de dikkate alınmıştır. Şirket, satışlarının ve maliyetlerinin tamamını yakınına döviz veya döviz bazlı olarak yapmaktadır. Şirket'in kar marjları ile alacak tahsil ve borç ödeme süreleri dikkate alındığında söz konusu gelir ve giderler ticari faaliyetlerinin ve faaliyet karının ayrılmaz bir parçası olarak değerlendirilmektedir.

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır:

EKOS - Özet Finansal Veriler - 30.06.2023		Milyon TL
Son 12 Ay FAVÖK		239,4
Son 12 Ay Net Kar (Ana Ortaklık)		132,1
Net Finansal Borç		296,5

6.1.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yöntemi'nde Kullanılan Benzer Şirketler Çarpanları

Şirket Değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK ve F/K çarpanları incelenmiştir. Bu çarpanlarla yapılan değer tespitlerinin; uluslararası kabul görmüş olmaları, sıkça tercih edilmeleri, iş hacmi, nakit yaratma ve karlılık kapasitelerini en iyi yansıttıkları düşünülməsi nedenleriyle söz konusu çarpanların medyan değerlerinin kullanılması uygun görülmüştür.

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye; BİST'te işlem gören şirketler arasından; BIST Sınai Endeksi (XUSIN) kapsamındaki şirketler, BIST'te işlem gören "Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri" ve yurt dışı piyasalarda işlem gören "Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri" dahil edilmiştir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları 13.10.2023 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; ilgili tarihte söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı ise 30,0'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin medyan değerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlenmiştir.

6.1.2.1. Yurt İçi Benzer Şirketler: BIST – Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri

Borsa İstanbul'da işlem gören, faaliyetleri, ürünleri ve ilişkili oldukları sektörler itibarıyla EKOS ile yüksek derecede benzerlik gösteren; "elektrik ekipmanları üreticileri"ne ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır. Bununla birlikte söz konusu şirketlerin çoğunluğunun çarpan seviyelerinin belirlenen üst sınırları aşması nedeniyle anlamlı medyan değerleri elde edilememekte ve bu nedenle değerlemede dikkate alınamamaktadır. Aşağıdaki tabloda yer alan verilere, söz konusu grupta yer alan şirketlerin EKOS ile yüksek benzerlik seviyeleri ve bu şirketlere ait çarpanların, piyasa katılımcılarının sektör ve sektör şirketlerine ilişkin beklentilerini yansıtmaları göz önünde bulundurularak, bilgi amaçlı olarak yer verilmiştir.

BIST Seçilmiş Elektrik Ekipman Üreticileri - Mn TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Alfa Solar	48.576	-1.018	47.558	463	933	102,8	52,1
Astor Enerji	119.161	-1.540	117.621	3.273	2.799	35,9	42,6
CW Enerji	44.030	-219	43.812	1.151	1.082	38,1	40,7
Europower	46.596	-1.732	44.864	723	959	62,0	48,6

Gersan Elektrik	2.576	113	2.689	179	75	15,0	34,5
Girişim Elektrik	47.380	-1.318	46.062	1.624	1.112	28,4	42,6
Manas Enerji	828	103	931	51	29	18,3	29,0
Say Yenilenebilir	10.027	-171	9.856	218	256	45,2	39,1
Smart Güneş	46.047	1.579	47.626	795	590	59,9	78,1
Ulusoy Elektrik	12.520	887	13.407	418	-51	32,1	A.D

Medyan

37,0 42,6

6.1.2.2. Yurt İçi Benzer Şirketler: BİST – Sınai Endeksi Şirketleri

Çarpan Analizi'nde değerlendirmeye dahil edilen BİST Sınai Endeksi'ne dahil şirketlere ilişkin veriler ve bunlara göre hesaplanan çarpanlar aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Hesaplamalarda; 30.06.2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve Net Kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı 30'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

BİST Sınai Endeksi Şirketleri – Milyon TL	Piyasa Değeri	Net Borç	Firma Değeri	FAVÖK	Net Kar	FD / FAVÖK	F / K
Acıselsan	1.249	67	1.316	63	78	20,9	15,9
Adel Kalemcilik	12.394	344	12.737	386	186	33,0	66,7
Afyon Çimento	5.796	-64	5.732	538	420	10,6	13,8
Akçansa	33.350	116	33.466	2.334	2.744	14,3	12,2
Akın Tekstil	2.150	505	2.655	272	120	9,7	17,9
Aksa	29.364	2.045	31.409	3.549	3.309	8,9	8,9
Alarko Carrier	11.587	586	12.174	319	420	38,2	27,6
Alkim Kağıt	5.759	-467	5.292	493	392	10,7	14,7
Alkim Kimya	6.561	-455	6.106	727	474	8,4	13,8
Altınyag Maden	2.866	-265	2.601	74	172	35,1	16,6
Anadolu Efes	62.941	17.616	80.557	21.598	5.416	3,7	11,6
Anadolu Isuzu	20.152	1.775	21.927	1.443	936	15,2	21,5
Anatolia Taru	3.399	-369	3.030	111	172	27,4	19,7
Arçelik	106.360	40.613	146.972	14.190	4.467	10,4	23,8
Arsan Tekstil	2.331	-682	1.649	219	678	7,5	3,4
Astor Enerji	119.161	-1.540	117.621	3.273	2.799	35,9	42,6
Atakey Patates	8.305	629	8.934	654	450	13,7	18,5
Avod Gıda	1.293	162	1.456	119	111	12,3	11,6
Aygaz	32.443	1.101	33.544	663	4.851	50,6	6,7
Bagfaş	5.324	1.261	6.586	-45	330	A.D	16,2
Bak Ambalaj	2.749	608	3.357	392	93	8,6	29,6
Bantaş Bandırma	859	-171	687	118	88	5,8	9,7
Banvit	12.383	1.195	13.578	201	-695	67,4	A.D
Barem Ambalaj	5.912	396	6.308	351	263	18,0	22,5
Batı Çimento	21.654	3.738	25.392	774	-757	32,8	A.D
Batsöke Çiment	4.092	2.920	7.012	53	-1.155	131,4	A.D
Bayrak Ebt Taban	540	26	566	28	13	20,1	40,0
Berkosan Yalıtım	621	25	646	82	51	7,9	12,3
Bien Yapı Ürünleri	20.649	-1.609	19.040	774	549	24,6	37,6
Bilici Yatırım	1.697	-416	1.281	274	444	4,7	3,8
Bms Birleşik	1.969	345	2.313	118	138	19,6	14,3
Bms Çelik Hasır	657	141	798	43	32	18,5	20,6