



# **EUROPOWER ENERJİ VE OTOMASYON TEKNOLOJİLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.**

**“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ**

**Nisan 2023**



**Ziraat Yatırım**

---

# İÇİNDEKİLER

<b>I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER</b>	<b>3</b>
<b>II. ŞİRKET BİLGİLERİ</b>	<b>4</b>
<b>III. FİNANSAL GÖRÜNÜM</b>	<b>6</b>
<b>IV. DEĞERLEME</b>	<b>7</b>
<b>V. GÖRÜŞ</b>	<b>12</b>

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29. maddesine istinaden Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ziraat Yatırım") tarafından Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin (kısaca "Ak Yatırım") lider olduğu Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. ("Europower" veya kısaca "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, halka arza ilişkin İzahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ziraat Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

# I. HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER

Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	■ 175.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	■ 220.000.000 TL
Halka Arz Miktarı ve Türü	■ 45.000.000 TL nominal-Sermaye Artırımı ■ 5.000.000 TL nominal – Ortak Satışı*
	■ <b>Toplam – 50.000.000 TL nominal</b>
	■ 10.000.000 TL nominal - Ek Pay Satışı**
Dağıtım Yöntemi	■ Eşit Dağıtım ( Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları için)
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyat İle Talep Toplama Yöntemi
Halka Arz Fiyatı	■ 40,60 TL
Halka Arz Büyüklüğü	■ 2.030.000.000 TL
	■ 2.436.000.000 TL (Ek satış dahil)
Halka Arz Oranı	■ %22,73
	■ %27,27
Halka Arz Tarihi	■ 12 - 13 - 14 Nisan 2023
Borsada İşlem Görme Tarihi (tahmini) / Pazarı / Dahil Olacağı Endeks	■ 19 - 20 Nisan 2023 / Yıldız Pazar / BİST Katılım Tüm Endeksi
Halka Arz Tahsisatı	■ 40.000.000 - %80- Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar
	■ 1.500.000 - %3- Şirket Çalışanlarına
	■ 8.500.000 - %17 - Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılara
Halka Arz Liderleri	■ Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (Lider)
Taahhütler	<p>■ Şirket tarafından, halka arz edilen payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren, 12 ay boyunca, bedelli/bedelsiz sermaye artırımını yapılmayacağı, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde payların satışa veya halka arza konu edilmeyeceği, bu doğrultuda bir karar alınmayacağı, Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetler ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağı taahhüt edilmiştir.</p> <p>■ Şirket'in mevcut ortakları, payların Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 12 ay boyunca, bedelli/bedelsiz sermaye artırım kararlarına olumlu oy vermeyeceklerini, Şirket paylarını dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa konu etmeyeceklerini ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz açıklaması yapmayacağını, ayrıca 180 gün boyunca halka arza konu olmayan payların Borsa İstanbul'da veya Borsa İstanbul dışında satılmayacağını, başka hesaplara virmanlamayacaklarını taahhüt etmişlerdir. Ayrıca SPK Mevzuatı kapsamında ortaklar payların işlem görmeye başlamasından itibaren 1 yıl boyunca paylarını halka arz fiyatının altında bir fiyattan satmayacaklarını taahhüt etmişlerdir.</p>
Fiyat İstikrarı	■ Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamasından itibaren 15 gün boyunca Ak Yatırım tarafından fiyat istikrarı işlemlerinin gerçekleştirilmesi planlanmaktadır. Fiyat istikrarı için kullanılacak fon büyüklüğü ek satış gerçekleştiği durumda ek satıştan elde edilen tutar kadar olacaktır. Ek satış gerçekleşmediği takdirde ise ortak satış yolu ile halka arz edilecek payların satılından elde edilecek fon fiyat istikrarı işlemlerinde kullanılabilir.

\* Mevcut ortaklardan Muhittin Behiç HARMANLI'nın sahip olduğu 3.787.500 TL, Ali Gökhan ÖZTÜRK'ün sahip olduğu 725.000 TL, Ramin MALEK'in sahip olduğu 487.500 TL olmak üzere toplam 5.000.000 TL nominal değerli B grubu payların satışı gerçekleştirilecektir.

\*\*Fazla talep gelmesi halinde mevcut ortaklardan Muhittin Behiç HARMANLI'ya ait 10.000.000 TL nominal değerli B grubu payın ek satışı gerçekleştirilebilecektir.

## II. ŞİRKET BİLGİLERİ

*Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Europower Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.*

- Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. ("Europower" veya "Şirket"), 2008 yılında 7.925 m<sup>2</sup> alanda orta gerilim modüler hücre, alçak gerilim panoları, beton ve sac köşk üretmek üzere Ankara'da kurulmuştur. Şirket'in %70 oranında pay sahibi olan Girişim Elektrik (GESAN) Borsa'da işlem görmektedir
- Europower Ankara'da altısı kiralık yedi fabrikada toplamda 122 bin m<sup>2</sup> alanda üretim faaliyetini sürdürmektedir. Kiralık fabrikaların beşi ana ortak olan Girişim Elektrik'e ve bir tanesi de yine grup şirketi olan Peak Pv Solar Teknolojileri'ne aittir.
- Şirket'in mevcut ve halka arz sonrası ortaklık yapısı aşağıdaki gibidir:

Europower Ortaklık Yapısı						
Ortak Unvanı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek satış hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek satış dahil)	
	Sermaye Tutarı (TL)	Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Payı	Sermaye Tutarı (TL)	Payı
Girişim Elektrik San. Taah. Ve Tic. A.Ş.	122.500.000	70,00%	122.500.000	55,68%	122.500.000	55,68%
Muhittin Behiç Harmanlı	30.625.000	17,50%	26.837.500	12,20%	16.837.500	7,65%
Ali Gökhan Öztürk	10.500.000	6,00%	9.775.000	4,44%	9.775.000	4,44%
Ramin Malek	9.625.000	5,50%	9.137.500	4,15%	9.137.500	4,15%
Mesut Baz	1.750.000	1,00%	1.750.000	0,80%	1.750.000	0,80%
Halka Açık	-	-	50.000.000	22,73%	60.000.000	27,27%
<b>Toplam</b>	<b>175.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>220.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>220.000.000</b>	<b>100,0%</b>

- Şirket, çoğunluğu yurt içi tedarikçilerden olmak üzere bakır, demir sac, silisli sac, gümüş, alüminyum ve epoksi tedarik ederek, üretiminde ana girdi olarak kullanmaktadır.
- Europower ürünlerini 4 kategoride sınıflandırmaktadır.
  1. **Elektrik üretim, iletim ve dağıtım sistemlerinde kullanılacak alçak, orta ve yüksek gerilim ürünleri, transformatör, demir yolları ekipmanları, yenilenebilir enerjiye yönelik ürünlerin imalatı:** Şirket elektrik üretim, iletim ve dağıtım sistemlerinde kullanılan birçok farklı tipte ve teknik özellikte ürün ve sistemin üretimini yapmaktadır. Europower, ürettiği bu ürünlerin tamamının mühendislik, tasarım, anahtar teslim kurulum ve eğitim hizmetlerini müşterilerine vermektedir.
  2. **Mühendislik hizmetleri, akredite test laboratuvarı, tip ve saha test hizmetleri, enerji tesisleri devreye alma ve işletme/bakım hizmetleri:** Şirket, 120'den fazla mühendisi bünyesinde barındırmaktadır. Mühendislik kadrosu, tüm elektriksel, mekanik, çelik ve yapısal projelerinin tasarımı, kontrol sistemleri, otomasyon, yazılım, donanım entegrasyonu ve programlama, maliyet analizi, proje yönetimi ve denetimi gibi kendi alanlarında deneyimli kişilerden oluşmaktadır. Şirket, geliştirmeye başladığı projeleri sürekli takip halinde olup verimliliğini maksimuma getirmeye çalışmaktadır.

3. **Otomasyon, SCADA (Denetleyici Kontrol ve Veri Toplama Sistemi), Yazılım, Donanım ve Kontrol Sistemleri:** Şirket; elektriğin üretimi, iletimi ve dağıtımının izlenebilmesi ve uzaktan kontrol edilebilmesi adına özel yazılımlar geliştirmektedir. Standart yazılımlarının dışında Ar-Ge faaliyetleri yoluyla geliştirdiği EuroScada yazılımıyla müşterilerine, santralleri hakkında sürekli ve detaylı/filtreli olarak bilgi sağlamaktadır. Europower, yazılımları geliştirmeye çalışarak bu yazılımları daha hızlı ve güvenli hale getirmeye çalışmaktadır. Şirket ayrıca Ethernet switch, GPS modem ve RTU (Uzaktan Yönetim Ünitesi) gibi donanımsal ürünler için de geliştirme çalışmaları yürütmektedir.

4. **Güneş Enerjisi Teknolojileri, Güneş Paneli, Depolama Sistemleri, Araba Şarj İstasyonları Üretimi:** Şirket, son zamanlarda ilginin arttığı güneş enerjisi üreten panellerin imalatını da gerçekleştirmektedir. Bu alanda hem sanayi tipi enerji üretimi amacıyla çatı, zemin ve yüzer platformlarda panel üretimi hem de güneş enerjisi ile çalışan elektrikli şarj istasyonları yapmaktadır. Şirket'in bu kategorideki en yeni ürünü SunJunior'dır. Hibrit çalışma prensibine sahip olan bu ürün ev tipi olarak üretilerek hem güneş enerjisini hem de şebeke elektriğini bünyesinde depolayabilmektedir.

➤ Şirket'in üretimde ana girdi olarak kullandığı bakır, demir sac, silisli alüminyum ve epoksi stoklu olarak fabrika depolarında hazır bulunmaktadır. Şirket, stok kontrol yazılımı olan ERP sistemiyle stoklar minimum seviyenin altına indiğinde sistemden uyarı almakta ve satın alım sürecine başlamaktadır. Her bir girdi kalemi için birden çok tedarikçi ile çalışan Şirket, aynı zamanda bu tedarikçilerini belli aralıklarla denetlemektedir.

➤ Satışlarını yurt içi ve yurt dışı piyasalara gerçekleştiren Europower'ın bu amaçla bölge ve sektör bazlı ayrıştırılmış satış kadrosu bulunmaktadır. Şirket'in doğrudan satışları dışında ihale yoluyla da satışları bulunmaktadır. Bu satışlar için de özel kadro oluşturulmuş olup, yurt içi ve yurt dışındaki ihale duyuruları bu ekip tarafından takip edilmekte ve bu ihalelere katılım için gerekli olan şartlara uyum sağlanmaktadır. Şirket'in 2022 yılsonu itibarıyla satışlarının %23 yurt dışına yapılmaktadır.

Hasılat (Milyon TL)	20/'12	21/'12	22/'12
Alçak Gerilim	26,6	42,2	162,8
Orta Gerilim	288,6	372,6	957,8
Yüksek Gerilim	11,3	13,1	50,1
Transformatör	-	41,8	555,5
SunJunior	-	-	15,3
Diğer Gelirler*	-	133,9	375,0
<b>Toplam</b>	<b>326,5</b>	<b>603,5</b>	<b>2.116,4</b>

*\*Diğer gelirler kalemi, mobil ve sabit, orta ve yüksek gerilim trafo merkezleri, otomasyon sistemleri, güneş paneli konstrüksiyon sistemleri, elektrikli araç şarj istasyonları, büyük ve küçük tip depolama sistemleri, projelendirme, test ve devreye alma hizmetleri ve saha test iş kalemlerini içermektedir.*

### III. ÖZET FİNANSAL GÖRÜNÜM

Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Europower Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.

Bilanço (Milyon TL)	20/'12	21/'12	22/'12
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>160,7</b>	<b>405,5</b>	<b>1.299,0</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	8,2	16,9	69,8
Ticari Alacaklar	87,6	161,8	445,7
Diğer Alacaklar	0,8	2,9	50,1
Stoklar	58,6	124,4	157,7
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>77,3</b>	<b>196,6</b>	<b>546,4</b>
Maddi Duran Varlıklar	30,2	174,9	444,2
<b>TOPLAM VARLIKLAR</b>	<b>238,0</b>	<b>602,0</b>	<b>1.845,4</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>122,9</b>	<b>306,9</b>	<b>804,4</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	31,3	52,9	106,7
Ticari Borçlar	24,9	4,6	459,7
Ertelenmiş Gelirler	11,6	21,4	159,0
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>10,2</b>	<b>28,9</b>	<b>192,2</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	5,0	0,4	86,6
<b>Özkaynaklar</b>	<b>104,9</b>	<b>266,2</b>	<b>848,8</b>
Ödenmiş Sermaye	35,0	35,0	175,0
Geçmiş Yıllar Karları/(Zararları)	5,8	52,8	14,3
Net Dönem Karı/(Zararı)	49,7	104,4	375,8
<b>TOPLAM KAYNAKLAR</b>	<b>238,0</b>	<b>602,0</b>	<b>1.845,4</b>

Gelir Tablosu (Milyon TL)	20/'12	21/'12	22/'12
Hasılat	326,4	603,5	2.116,4
Satışların Maliyeti (-)	(234,5)	(439,1)	(1.542,3)
<b>Brüt Kar/(Zarar)</b>	<b>91,9</b>	<b>164,4</b>	<b>574,1</b>
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	73,2	141,4	478,1
Finansman Gideri	(11,3)	(25,7)	(35,5)
<b>FAVÖK</b>	<b>78,8</b>	<b>137,2</b>	<b>507,7</b>
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Dönem K/(Z)	61,1	115,8	442,5
<b>Net Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>49,7</b>	<b>104,4</b>	<b>375,8</b>

## IV. DEĞERLEME

**Bu bölümdeki ifadeler, tablo ve grafikler Europower Halka Arz İzahnamesi ve Fiyat Tespit Raporu'ndan alınmıştır.**

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (kısaca "Ak Yatırım") tarafından Mart 2023 tarihinde hazırlanmış ve Kamuyu Aydınlatma Platformu'nda (kısaca "KAP") yayınlanmış olan "Europower Halka Arz Fiyat Tespit Raporu"nda (kısaca "Rapor") UDS 105 Değerleme Yaklaşımları ve Yöntemleri'nde belirtilen 3 değerlendirme yaklaşımının alınarak nihai değer hesaplamasında Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı Yöntemlerinin kullanıldığı ifade edilmiştir.

Değerleme çalışmasında Şirket tarafından sağlanan 2020, 2021 ve 2022 yıl sonu dönemine ait bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar kullanılmıştır.

Şirket'in pazar yaklaşımı yönteminde kullanılan FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanlarındaki FAVÖK ve Satış tutarları için 2022 yıl sonu verileri kullanılmıştır. Bu analiz için 15.03.2023 tarihli benzer şirket çarpanları baz olarak alınmıştır.

### IV.1 PAZAR YAKLAŞIMI YÖNTEMİ

Ak Yatırım tarafından Europower'in özsermaye değeri, Firma Değeri / FAVÖK çarpanı kullanılarak aşağıdaki tabloda gösterildiği şekilde hesaplanmıştır. Rapor'da Yurt içi benzer şirketler ile uluslararası benzer şirketlerin çarpanları eşit oranda (her biri 1/2 oranında) ağırlıklandırılmıştır. Şirket'in iş modeliyle tam uyumlu yurt içi benzer şirketlerin bulunmaması ve yatırımlarla birlikte Şirket'in artan uluslararası faaliyetleri dikkate alınarak yurt dışı benzer şirketlerin çarpan analizi sonucu %50 ağırlıklandırıldığı ifade edilmiştir.

Söz konusu Rapor'da Europower'in Piyasa Çarpanları analizinde dikkate alınan 2022 yılı FAVÖK, 2022 yılı Net Kar ve 31.12.2022 itibariyle Net Finansal Borç tutarları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Finansal Veri	TL
2022 FAVÖK*	507.654.639
2022 Net Kar	375.772.061
31.12.2022 Net Finansal Borç	158.105.803

*\*FAVÖK tutarı net satışlardan amortisman hariç satılan malın maliyeti, araştırma ve geliştirme giderleri, satış ve pazarlama giderleri ve genel yönetim giderleri düşülerek hesaplanmıştır.*

#### FD / FAVÖK Çarpanı Yöntemi

Rapor'da Şirket'in firma değeri, yurt dışı benzer şirketlere ilişkin FD/FAVÖK çarpanı ve yurt içi benzer şirketlere ilişkin FD/FAVÖK çarpanı ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 2022 yıl sonuna ait net borç çıkartılarak nihai özkaynak değeri tespit edilmiştir. Yurt dışı benzer şirket çarpanları dikkate alındığında Şirket'in özkaynak değeri 7.537 milyon TL; yurt içi benzer şirket çarpanları dikkate alındığında da 6.485 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Rapor'u analizinde Yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yurt içi şirketlere %50, yurt dışı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 6.853 milyon TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

## Fiyat / Kazanç Çarpanı Yöntemi

Europower için hazırlanan söz konusu Rapor'da Şirket'in firma değeri, yurt dışı benzer şirketlere ilişkin F/K çarpanı ve yurt içi benzer şirketlere ilişkin F/K çarpanı ile ayrı ayrı hesaplanmıştır. Hesaplanan firma değerlerinden 2022 yıl sonuna ait net borç çıkartılarak her iki çarpan analizine istinaden nihai özkaynak değeri tespit edildiği belirtilmiştir. Yurt dışı benzer şirket çarpanları dikkate alındığında Şirket'in özkaynak değeri 8.203 milyon TL, yurt içi benzer şirket çarpanları dikkate alındığında da 5.765 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Rapor'da Yurt dışı ve yurt içi benzer şirketlerin F/K çarpanları kullanılarak hesaplanan özkaynak değerlerine, yurt içi şirketlere %50, yurt dışı şirketlere %50 ağırlık verilmiş ve analiz sonucunda 6.984.500.049 TL özkaynak değerine ulaşılmıştır.

	Yurtiçi Benzer Şirketler Çarpan Ortalaması	Uluslararası Benzer Şirketler Çarpan Ortalaması	Özsermaye Değeri (TL)
FD / FAVÖK (%50)	12,78	14,85	6.853.562.845
Fiyat / Kazanç (%50)	15,34	21,83	6.984.500.049
<b>Nihai Değer</b>			<b>6.919.031.447</b>

Fiyat Tespit Rapor'u analizinde iki ayrı çarpan ile ulaşılan özkaynak değerlerine eşit ağırlık verilerek, piyasa çarpanları yöntemine göre 6.919.031.447 TL'lik nihai özkaynak değerine ulaşılmıştır.

## IV.2 İNDİRGENMİŞ NAKİT AKIMLARI YÖNTEMİ (İNA)

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan varsayımların, Şirket'in bağımsız denetimden geçmiş finansal verilerini ve gelecek yıllara ilişkin beklentileri yansıtabilecek şekilde oluşturulduğu ifade edilmiştir.

Söz konusu Rapor'da Şirket gelirleri projeksiyonu 6 kategoride, alçak gerilim, orta gerilim, yüksek gerilim, transformatör, sun junior ve diğer gelirler olarak yapılmıştır.

Yapılan analizde;

- Alçak gerilim satış tutarı 2022 yılı için gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2023 yılı iş planı baz alınarak 2023 yılı satış tutarı 257 milyon TL olarak gerçekleşeceği,
- Orta gerilim satış tutarı 2022 yılı için gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2023 yılı iş planı baz alınarak 2023 yılı satış tutarı 1.477 milyon TL olarak gerçekleşeceği,
- Yüksek Gerilim satış tutarı varsayımı için 2022 satış tutarları değişimlerine bağlı olarak ve Şirket'in 2023 yılı iş planı baz alınarak 2023 yılı satış tutarı 80 milyon TL olarak gerçekleşeceği,
- Transformatör satış tutarı 2022 yılı için satış tutarı gerçekleştirmeler ve Şirket'in 2023 yılı iş planı baz alınarak 2023 yılı satış tutarı 2.043 milyon TL olarak gerçekleşeceği,
- Şirket'in 2022 yılında piyasaya sunduğu Sun Junior hibrit enerji ürünü için geçmiş yıl verileri bulunmamakta olup Ak Yatırım'ın hazırladığı Mart 2023 tarihli Fiyat Tespit Raporu'na göre 2023 yıl sonunda satış tutarının 322 milyon TL olacağı varsayılarak % 2005 büyüme beklenmektedir. 2024 yıl sonunda büyümenin %70 olacağı sonraki yıllarda ise büyümenin %18 olarak gerçekleşeceği,
- Diğer gelirler (mobil ve sabit, orta ve yüksek gerilim trafo merkezleri, otomasyon sistemleri, güneş paneli konstrüksiyon sistemleri, elektrikli araç şarj istasyonları, büyük ve küçük tip depolama sistemleri, projelendirme, test ve devreye alma hizmetleri ve saha test iş kalemlerini içermektedir.) satış tutarı varsayımı için 2022 satış tutarları değişimlerine bağlı olarak ve Şirket'in 2023 yılı iş planı baz alınarak 2023 yılı satış tutarının 570 milyon TL olarak gerçekleşeceği,
- Yurt içi satışlar kanalında geçmiş yıllardaki satış tutarları dikkate alınarak 2023, 2024 ve 2025 yılında sırasıyla %118, %32 ve %24 artacağı; 2026 ve 2027 yıllarında ise sırasıyla %18 ve %20 oranında artacağı,



- Yurt Dışı satışlar kanalında geçmiş yıllardaki satış tutarları dikkate alınarak 2023, 2024 ve 2025 yılında sırasıyla %100, %61 ve %39 artacağı; 2026 ve 2027 yıllarında ise sırasıyla %38 ve %22 oranında artacağı,

varsayılmıştır.

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'na göre Şirket'in, 2019 yılında %15,6, 2020 yılında %28,2, 2021'de %27,2, 2022'de ise %27,1 seviyelerinde gerçekleşen brüt kar marjının, 2023'de bir miktar düşeceği tahmin edilmektedir. Söz konusu düşüşün nedeni, Şirket'in halka arz döneminin etkisiyle artan danışmanlık giderlerinin toplam gelirlere oranının artmasıdır. Bu kapsamda, brüt kar marjının 2023 yılında %26,5, 2024 yılında ise %24,0 seviyesinde olacağı ve 2027 yılında kademeli azalış ile %22,3 seviyesine gerileyerek bu seviyede kalacağı öngörülmektedir.

Söz konusu Rapor'da Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yöntemi kullanılmıştır. Buna göre risksiz getiri oranı hesaplanırken, Türkiye'deki 10 yıllık TL cinsinden ihraç edilen tahvilin getiri oranındaki değişimler takip edilmiştir. Bu bağlamda, risksiz getiri oranı olarak, tüm projeksiyon dönemleri için TRT280432T14 ISIN'lı 10 yıl vadeli tahvilin rapor tarihi olan Mart 2023 itibarıyla ihraç tarihinden itibaren getiri ortalaması olan %12,68 yerine ihtiyatlılık ilkesi çerçevesinde son dönemde düşen getiri oranlarının etkisini yansıtmamak adına 14.11.2022 tarihine kadar açıklanan oranların (ilk 6 aydaki) ortalaması kullanılmıştır. Hesaplanan ortalama %16,31'dir.

Ak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Rapor'u analizinde projeksiyon dönemi boyunca, piyasa risk primi olarak kabul edilen %6,0 üzerine, Europower'in pek çok konudaki faaliyetlerinin henüz yeni olması nedeniyle, %1,0 seviyesinde bir işletme risk primi ilave edilmiş ve bu risk primleri tüm projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

Rapor'da yukarıdaki varsayımlar ışığında, Europower'in özsermaye maliyeti %23,31 olarak hesaplanmıştır.

Borçlanma Maliyeti, Europower için güncel finansman faiz oranı olan %19 yerine, projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak kullanılmıştır.

### Solo Europower İNA Analizi Sonucu

Ak Yatırım tarafından yapılan İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi kapsamında kullanılan tahmini serbest nakit akışı projeksiyonlarının, kısmen Şirket'in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe ilişkin herhangi bir taahhüt niteliği taşımadığı ifade edilmiştir. Söz konusu tahminlerin değişmesi durumunda, daha farklı bir değerlendirme sonucunun söz konusu olabileceği belirtilmiştir.

İndirgenmiş Nakit Analizi(Milyon TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	4.749	6.609	8.470	10.495	12.648
Satışların Maliyeti	3.491	5.026	6.490	8.097	9.823
Brüt Kar	1.258	1.534	1.980	2.398	2.825
Faaliyet Giderleri	231	308	365	422	491
Faaliyet Karı	1.027	1.275	1.615	1.976	2.334
Amortisman Düz.	44	62	71	74	81
FVÖK	1.071	1.337	1.615	1.976	2.334
Vergi Ödemeleri (-)	185	230	291	356	420
Yatırım Harcamaları (-)	162	87	48	49	52
Net İşl. Ser. Değ (-)	704	405	414	387	373
Serbest Nakit Akımları	19	616	934	1.259	1.569

AOSM	21,12%	21,12%	21,12%	21,12%	21,12%
İndirgeme Oranı	1,1684	1,4151	1,7139	2,0758	2,5142
İndirgenmiş Nakit Akımları	17	435	545	606	624

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2022-2027 (milyon TL)	A	2.227
Uç Dönem Büyüme Oranı	B	5,00%
Uç Değerin 2027'deki Değeri (milyon TL)	C	10.222
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	D	2,5142
Uç Değerin Bugünkü Değeri (milyon TL)	E=C/D	4.066
Firma Değeri (milyon TL)	F=A+E	6.293
Net Borç (31.12.2022) (milyon TL)	G	158
Europower %100 Özsermaye Değeri (milyon TL)	H=F-G	6.134

Ak Yatırım tarafından hesaplanan Solo İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Europower'ın Özsermaye Değeri, 6.134 milyon TL olarak bulunmuştur.

### Solo Europower Sonuç

(TL)	Hesaplama Formülü	Piyasa Çarpanları Analizi	İNA Analizi
Europower'ın Özsermaye Değeri	A	6.919.031.447	6.134.448.677
Yıllık Büyüme	B	50,00%	50,00%
<b>FVÖK</b>	<b>C=Σ(AxB)</b>	<b>6.526.740.062</b>	

### Peak Pv'nin İNA Analizi Sonucu

Milyon TL	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	2.520	5.819	7.241	8.839	9.546
Satışların Maliyeti	2.168	5.002	6.203	7.647	8.257
Brüt Kar	352	818	1.038	1.192	1.290
Faaliyet Giderleri	14	23	24	25	26
Faaliyet Karı	338	795	1.014	1.167	1.263
Amortisman Düz.	36	63	65	68	70
FVÖK	374	858	1.079	1.234	1.333
Vergi Ödemeleri (-)	68	159	203	233	253
Yatırım Harcamaları (-)	182	132	12	12	10
Net İşl. Ser. Değ (-)	147	193	86	85	41
Serbest Nakit Akımları	-22	374	779	905	1.029
AOSM	22,08%	22,08%	22,08%	22,08%	22,08%
İndirgeme Oranı	1,1760	1,4356	1,7526	2,1395	2,6118
İndirgenmiş Nakit Akımları	-19	260	444	423	394

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	Hesaplama Formülü	Tutar
İNA Toplamı 2022-2027 (milyon TL)	A	1.503
Uç Dönem Büyüme Oranı	B	5,00%
Uç Değerin 2027'deki Değeri (milyon TL)	C	6.327
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	D	2,6118
Uç Değerin Bugünkü Değeri (milyon TL)	E=CxD	2.422
Firma Değeri (milyon TL)	F=A+E	3.925
Net Borç (31.12.2022) (milyon TL)	G	-
Peak PV %100 Özsermaye Değeri (milyon TL)	H=F-G	3.925

#### Konsolide Europower Değerlemesi

Konsolide Europower Özsermaye Değeri	Fiyat
Europower Özsermaye Değeri (Solo)	6.526.740.062
Peak PV Özsermaye Değeri (%60)	2.355.019.397
<b>Europower (Solo) + Peak PV (%60) Özsermaye Değeri</b>	<b>8.881.759.459</b>

### IV.3 SONUÇ

Europower'ın 1 Adet Payı Başına Düşen Değer (TL)	Hesaplama Formülü	Değer
Europower'ın Solo Özsermaye Değeri	A	6.526.740.062
Peak PV'nin %60 Oranında Özsermaye Değeri	B	2.355.019.397
Europower Konsolide Özsermaye Değeri	C=A+B	8.881.759.459
Europower'ın Çıkarılmış Sermayesi	D	175.000.000
<b>1 Adet Europower Payı Başına Düşen Değer (TL)</b>	<b>E=C+D</b>	<b>50,75</b>

Söz konusu değerlendirme çalışmasında 1 adet Europower payı başına düşen ortalama değer 50,75 TL olarak hesaplanmıştır. Halka arz fiyatı olarak belirlenen 40,60 TL için halka arz iskontosu %20,00 olarak hesaplanmaktadır.

Halka Arz Fiyatına Göre İskonto Oranı Hesaplaması	Fiyat
1 Adet Europower Başına Hesaplanan Değer	50,75
Halka Arz İskontosu	20%
<b>1 Adet Europower Payının Halka Arz Fiyatı</b>	<b>40,60</b>

## V. GÖRÜŞ

Ak Yatırım tarafından Europower Enerji ve Otomaayon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. için hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nda kabul görmüş değerlendirme yöntemlerinden Piyasa Çarpanları Analizi yöntemi ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi kullanılarak fiyat tespiti yapılmıştır. Şirket hakkında verilen bilgilerin anlaşılır ve yeterli olduğunu, değerlendirme metodolojisinin ayrıntılı ve net biçimde açıklandığını düşünmekteyiz.

Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. olarak Fiyat Tespit Raporunda yer alan verilerin ve projeksiyonların gerçeği tam olarak yansıtmış olduğu varsayımı altında ayrıca mali ve hukuki bir inceleme yapmadığımız hususu göz önünde bulundurulmalıdır.

Şirket'in nihai değerinin hesaplanmasında Piyasa Çarpanı Analizine %50, İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi Yöntemine %50 ağırlık verilmesini ve iki yöntemin de kullanılmış olmasını değerlendirme açısından olumlu olduğunu değerlendirmekteyiz.

Değerleme çalışmasında kullanılan İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi geleceğe yönelik tahminler içerdiğinden ve yorumlanması açısından Şirket yetkilileri ile bir araya gelmesi gerektiğinden tarafımızca analiz edilememiş ve dolayısıyla Fiyat Tespit Raporu'nda yapılan çalışma da test edilememiştir.

Nihai olarak, Rapor'da tespit edilen şirket değeri ve sonrasında ulaşılan birim fiyat ile söz konusu iskonto oranının makul olduğunu düşünüyoruz.

*Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu sayfalarda yayınlanan görüş, yorum, haber veya öneriler nedeniyle ortaya çıkacak ticari kazanç veya kayıplardan Ziraat Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir. Rapor sayfalarında yayınlanan hiçbir yazı, görüş, resim, analiz ve diğer sunumlar izin alınmadan yazılı veya görsel basın organlarında yayımlanamaz.*