

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Garanti Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

#### Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Europen Endüstri İnşaat Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	EUREN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Borsada Satış
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	2-3 Haziran 2022
Halka Arz Öncesi Sermaye	135.000.000 TL
Sermaye Artırımı	33.780.000 TL
Ortak Satış	0 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	168.780.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,01%
Talep Toplama Fiyatı	16,25 TL
Halka Arz Büyüklüğü	548.925.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	2.193.750.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	2.742.675.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021	19,15
F/K 2022Ç1	13,78
FD/FAVÖK 2021	14,06
FD/FAVÖK 2022Ç1	10,25
PD/DD 2022Ç1	4,12

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2022Ç1	17,23
FD/FAVÖK 2022Ç1	10,25
PD/DD 2022Ç1	2,54

## Özet Bilgi

- 13.12.1984'te Hatipoğlu Cam kurulmuştur. Hatipoğlu Cam aynı yıl Şişecam'dan Isıcam bayiliği almıştır. Europen Endüstri, Almanya ve Fransa'daki yapı marketlere standart PVC Kapı, pencere, panjur sistemleri geliştirmiştir. Hatipoğlu Cam ise Avrupalı beyaz eşya üreticileri ile anlaşmalar yapıp cam kapasitesini 5.000.000 m2/yıla çıkarmıştır. 2011 yılında Hatipoğlu Elektrik doğalgazdan elektrik üretimi amacıyla kurulmuştur ancak hiç faaliyete geçmemiştir. Europen Endüstri, 2016 yılına gelindiğinde yeni profil serileri, kompozit kapı modelleri ve güvenlik sınıfı yüksek kapı modelleri ile üretim kapasitesini 28.000 ton/yıla ulaştırmıştır.
- Europen Endüstri, Hatipoğlu Elektrik'i 21.03.2018 tarihinde birleşme suretiyle devir almıştır ve Hatipoğlu Elektrik infisah etmiştir. Europen Endüstri, 2020 yılında kapı ve pencere üretim sistemlerinin yeni fabrikaya taşınması ile profil fabrikasının kapasitesini arttırmak için bir fırsat ve alan yaratmış ve 2021 yılı güncel kapasitesi olan 30.000 ton/yıla artırmıştır. 31.08.2021 tarihinde, Hatipoğlu Cam ve Europen Endüstri, Europen Endüstri çatısı altında birleşmiştir.
- Europen Endüstri, PVC kapı pencere ve PVC'den imal edilen her türlü doğrama ve yapı elemanları sistemleri yapmak, yerine monte etmek, cihaz ve malzemelerin ithalatını, toptan ve perakende ticaretini yapmak ve endüstriyel cam işleme ve ticaretini yapmak amacıyla kurulmuştur. Şirket'in ana ürün grupları PVC Profil, Kapı Pencere ve Cam Grubudur. Şirket PVC Profil, Kapı ve Pencere, Buzdolabı Camı, Mobilya Camı ve Pişirici Grubu olmak üzere toplam 5 üretim tesisinde faaliyetlerini sürdürmektedir.
- Şirket, plastik inşaat malzemeleri ve cam sektörü kapsamında hizmet vermektedir. Şirket'in faaliyet gösterdiği iki temel sektör vardır. Şirket'in PVC Profil, panel, plaka, pencere ve kapı üretimiyle ilgili faaliyetleri plastik inşaat malzemeleri sektörü içerisinde ve buzdolabı, fırın camları ile birlikte mobilya camı ve ayna uygulamaları ise cam sektörü içerisinde yer almaktadır.
- Şirket faaliyetlerini önemli ölçüde etkileyen faktörler başlıca yurtdışı sevkiyatlarda Covid-19 ile 2020 yılında başlayan navlun fiyatlarındaki artış, konteyner ve gemi bulma sıkıntıları, 2021 yılında yaşanan döviz kurundaki oynaklık, hammadde fiyatlarındaki artışlardır.

## Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Şirket halka arz gelirinin;

- %35 ilâ %45'lik bölümü, yatırımların finansmanında
- %15 ilâ %25'lik bölümü, yatırımlara ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi
- %25 ilâ %35'lik bölümü, Şirket'in mevcut durumda yürütmekte olduğu faaliyetlerine ilişkin işletme sermayesinin güçlendirilmesi
- %5 ilâ %15'lik bölümü, Şirket'in kısa vadeli Türk Lirası cinsinden banka kredilerinin kapatılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır.

## Ortaklık Yapısı

Europen Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
İdris Nebi Hatipoğlu	96.000.000	71,11%	96.000.000	56,88%
Tuğba Öztürk	31.000.000	22,96%	31.000.000	18,37%
Merve Öztürk	4.000.000	2,96%	4.000.000	2,37%
Elif Nazlı Öztürk	4.000.000	2,96%	4.000.000	2,37%
Halka Açık Kısım		0,00%	33.780.000	20,01%
<b>Toplam</b>	<b>135.000.000</b>	<b>100,0%</b>	<b>168.780.000</b>	<b>100,0%</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

## Mali Tablolar

Europen Endüstri Bilanço (TL)			
VARLIKLAR	2019	2020	2021
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>161.642.276</b>	<b>245.011.121</b>	<b>541.849.777</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	9.776.032	13.937.069	54.076.721
Ticari Alacaklar	95.940.249	152.328.643	210.805.414
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>30.936.776</i>	<i>112.373.989</i>	<i>132.205.111</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>65.003.473</i>	<i>39.954.654</i>	<i>78.600.303</i>
Türev Araçlar			3.986.150
Diğer Alacaklar	16.140.795	19.581.066	28.617.417
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.420.844</i>	<i>4.741.221</i>	<i>8.284.275</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>14.719.951</i>	<i>14.839.845</i>	<i>20.333.142</i>
Stoklar	21.392.098	31.781.782	218.730.712
Peşin Ödenmiş Giderler	13.404.426	25.462.113	10.213.501
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	4.988.676	1.920.448	15.419.862
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>198.002.668</b>	<b>306.254.446</b>	<b>435.475.500</b>
Ticari Alacaklar	1.564.812	2.563.805	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>1.564.812</i>	<i>2.563.805</i>	
Diğer Alacaklar	1.723.943	1.941.280	2.135.574
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>1.723.943</i>	<i>1.941.280</i>	<i>2.135.574</i>
Finansal Yatırımlar	234.923	234.923	
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	47.360.605	49.760.069	29.320.844
Maddi Duran Varlıklar	141.173.251	230.645.657	386.795.307
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	513.203	487.970	699.391
Peşin Ödenmiş Giderler	428.212	7.559.767	8.361.810
Ertelenmiş Vergi Varlığı	5.003.719	13.060.975	8.162.574
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>359.644.944</b>	<b>551.265.567</b>	<b>977.325.277</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2019	2020	2021
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>151.398.673</b>	<b>191.392.655</b>	<b>363.487.326</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	31.625.040	19.744.322	
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	23.251.123	42.414.875	55.201.394
Ticari Borçlar	67.044.167	111.542.150	238.405.303
<i>İlişkili Taraplara Ticari Borçlar</i>			2.147.491
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>	67.044.167	111.542.150	236.257.812
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	4.634.758	6.674.609	9.115.755
Türev Araçlar			10.503.160
Diğer Borçlar	8.021.657	1.100.855	10.961.050
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	4.420.162	96.571	3.627.756
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	3.601.495	1.004.284	7.333.294
Ertelenmiş Gelirler	9.553.576	6.233.326	11.981.079
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	4.992.096	520.101	23.697.573
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.276.256	3.162.417	3.622.012
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.276.256	3.162.417	3.622.012
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>41.595.604</b>	<b>108.471.296</b>	<b>145.408.994</b>
Uzun Vadeli Borçlanmalar	22.715.410	80.374.762	95.458.488
Ticari Borçlar			2.826.105
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Ticari Borçlar</i>			2.826.105
Diğer Borçlar	820.783	746.696	710.496
<i>İlişkili Taraplara Diğer Borçlar</i>	665.000	665.000	665.000
<i>İlişkili Olmayan Taraplara Diğer Borçlar</i>	155.783	81.696	45.496
Ertelenmiş Gelirler			864.934
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.324.882	8.575.540	12.685.505
<i>Çalışanlara Sağlanan Uzun Vadeli Faydalar</i>	5.060.790	6.940.313	11.193.923
<i>Diğer Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	1.264.092	1.635.227	1.491.582
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	11.734.529	18.774.298	32.863.466
<b>Özkaynaklar</b>	<b>166.650.667</b>	<b>251.401.616</b>	<b>468.428.957</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	166.719.791	251.782.296	468.708.278
Ödenmiş Sermaye	55.000.000	55.000.000	135.000.000
Kar veya Zarara Yen. Sınıflandırılmayacak Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	-88.025	534.830	105.323.321
<i>Tan. Fayda Planları Yen. Ölçüm Kaz. (Kayıpları)</i>	-110.030	668.538	325.929
<i>Tan. Fayda Plan. Yen. Ölçüm Kaz. (Kay.), Vergi Etkisi</i>	22.005	-133.708	-65.186
<i>Maddi Duran Varlıklar Yen. Değ. Artışları/Azalışları</i>			131.328.222
<i>Maddi Duran Var. Yen. Değ. Artış./Az. Ert. Vergi Etkisi</i>			-26.265.644
Kar veya Zarara Yeniden Sınıflandırılacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler Veya Giderler	-6.855	-70.792	-936.579
<i>Yabancı Para Çevrim Farkları</i>	-6.855	-70.792	-936.579
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	4.545.758	40.189.571	65.189.571
<i>Yasal Yedekler</i>	175.079	175.079	175.079
<i>Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Diğer Sermaye Yedekleri</i>	4.370.679	40.014.492	65.014.492
Ortak Kontrole Tabi Teşebbüs ve İş. İçeren Bir. Etkisi	39.688.183	37.772.017	
<i>Paylara İlişkin Primler</i>	39.688.183	37.772.017	
Geçmiş Yıl Karları/(Zararları)	51.438.982	67.580.730	49.446.041
Net Dönem Karı/(Zararı)	16.141.748	50.775.940	114.685.924
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-69.124	-380.680	-279.321
<b>Toplam Yükümlülükler ve Özkaynaklar</b>	<b>359.644.944</b>	<b>551.265.567</b>	<b>977.325.277</b>

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Europen Endüstri Gelir Tablosu						
TL	2019	2020	2021	2021/03	2022/03	Son 4Ç
Hasılat	444.704.879	616.374.041	1.047.573.833	211.569.487	472.999.130	1.309.003.476
Yıllık Değişim		38,6%	70,0%		123,6%	
Satışların Maliyeti (-)	-395.039.783	-542.024.327	-836.619.868	-173.565.124	-362.632.132	-1.025.686.876
Yıllık Değişim		37,2%	54,4%		108,9%	
<b>Brüt Kar/(Zarar)</b>	<b>49.665.096</b>	<b>74.349.714</b>	<b>210.953.965</b>	<b>38.004.363</b>	<b>110.366.998</b>	<b>283.316.600</b>
Yıllık Değişim		49,7%	183,7%		190,4%	
Brüt Kar Marjı	11,2%	12,1%	20,1%	18,0%	23,3%	
Genel Yönetim Giderleri (-)	-15.100.830	-20.381.671	-26.018.712	-5.045.132	-7.901.568	-28.875.148
Pazarlama Giderleri (-)	-9.256.524	-18.510.481	-30.115.775	-5.800.774	-13.566.600	-37.881.601
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>25.307.742</b>	<b>35.457.562</b>	<b>154.819.478</b>	<b>27.158.457</b>	<b>88.898.830</b>	<b>216.559.851</b>
Yıllık Değişim		40,1%	336,6%		227,3%	
Faaliyet Kar Marjı	5,7%	5,8%	14,8%	12,8%	18,8%	16,5%
Amortisman	7.050.085	9.539.526	14.257.162	3.332.452	4.291.204	15.215.914
<b>FAVÖK1</b>	<b>32.357.827</b>	<b>44.997.088</b>	<b>169.076.640</b>	<b>30.490.909</b>	<b>93.190.034</b>	<b>231.775.765</b>
Yıllık Değişim		39,1%	275,8%		205,6%	
FAVÖK1 Marjı	7,3%	7,3%	16,1%	14,4%	19,7%	17,7%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	16.149.250	25.774.939	70.161.554	12.926.825	26.096.388	83.331.117
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-13.394.921	-12.162.928	-50.791.186	-8.840.038	-17.159.183	-59.110.331
<b>Esas Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>28.062.071</b>	<b>49.069.573</b>	<b>174.189.846</b>	<b>31.245.244</b>	<b>97.836.035</b>	<b>240.780.637</b>
Yıllık Değişim		74,9%	255,0%		213,1%	
<b>FAVÖK2</b>	<b>35.112.156</b>	<b>58.609.099</b>	<b>188.447.008</b>	<b>34.577.696</b>	<b>102.127.239</b>	<b>255.996.551</b>
Yıllık Değişim		66,9%	221,5%		195,4%	
FAVÖK2 Marjı	7,9%	9,5%	18,0%	16,3%	21,6%	19,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	9.905.309	22.732.094	31.368.042	1.963.305	404.440	29.809.177
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-3.525.687	-1.448.439	-1.046.886	-59.510	-1.878.941	-2.866.317
<b>Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı/(Zararı)</b>	<b>34.441.693</b>	<b>70.353.228</b>	<b>204.511.002</b>	<b>33.149.039</b>	<b>96.361.534</b>	<b>267.723.497</b>
Finansman Gelirleri	57.271	1.185.428	10.198.559	1.447.151	19.408.112	28.159.520
Finansman Giderleri (-)	-13.254.445	-21.675.058	-83.638.469	-9.297.344	-33.623.464	-107.964.589
<b>Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/(Zararı)</b>	<b>21.244.519</b>	<b>49.863.598</b>	<b>131.071.092</b>	<b>25.298.846</b>	<b>82.146.182</b>	<b>187.918.428</b>
Sürdürülen Faaliyet Vergi Gelir/(Gideri)	-5.175.401	653.098	-16.488.020	-5.629.913	-17.899.068	-28.757.175
Dönem Vergi Gideri/Geliri	-4.992.096	-520.101	-23.697.573	-1.334.361	-17.754.326	-40.117.538
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-183.305	1.173.199	7.209.553	-4.295.552	-144.742	11.360.363
<b>Dönem Karı/(Zararı)</b>	<b>16.069.118</b>	<b>50.516.696</b>	<b>114.583.072</b>	<b>19.668.933</b>	<b>64.247.114</b>	<b>159.161.253</b>
<b>Dönem Karı/Zararının Dağılımı</b>						
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	-72.630	-259.244	-102.852	-80.185	-62.120	-84.787
Ana Ortaklık Payları	16.141.748	50.775.940	114.685.924	19.749.118	64.309.234	159.246.040

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

## Değerleme

- Garanti, Europen Endüstri'nin halka arz fiyatının tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europen Endüstri özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.
- Şirket'in değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi Euro'dur.

### Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerelecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Garanti Yatırım tarafından Europen Endüstri'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının ortalamasının kullanılmasının makul karşılama birlikt medyan değerin kullanılmasının daha doğru olacağı ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, İD/FAVÖK çarpanı hesabında 5'in altında ve 20'nin üzerinde bulunan değerler uç değer olarak kabul edilerek değereleme katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- Garanti Yatırım tarafından çarpanlar hesaplanırken şirketlerin 28.04.2022 piyasa kapanışı işletme ve piyasa değerleri ile 31.12.2021 itibarıyla son 12 ay finansal verileri kullanılmıştır. Europen Endüstri'nin 31.12.2021 tarihli bilançosundaki net borç ve 2021 yılı FAVÖK rakamlarını çarpan analizinde kullanmıştır.

### Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt içi benzer şirketlerin seçilmesi kapsamında Borsa İstanbul'da işlem gören yerli plastik ve cam şirketleri incelenmiş ve 8 şirket seçilmiştir. Seçilen 8 şirket'in 3'ü İD/FAVÖK çarpanları uç değer olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler	İD/FAVÖK
Çuhadaroğlu Metal Sanayi ve Pazarlama A.Ş.	2,7
Ege Profil Ticaret ve Sanayi A.Ş.	3,0
Formet Çelik Kapı Sanayi ve Ticaret A.Ş.	10,5
Işık Plastik Sanayi ve Dış Ticaret Pazarlama A.Ş.	8,3
Temapol Polimer Plastik ve İnşaat Sanayi Ticaret A.Ş.	6,0
Türkiye Şişe Ve Cam Fabrikaları A.Ş.	5,9
Egeplast Ege Plastik Ticaret ve Sanayi Anonim Şirketi	7,4
Sekuro Plastik Ambalaj Sanayi A.Ş.	4,7
<b>Ortalama</b>	<b>7,62</b>
<b>Medyan</b>	<b>6,70</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt içi benzer şirket çarpan analizinden şirket için 156,5 milyon Euro piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Değeri (Euro)	
Europen Endüstri FAVÖK	16.150.753
İD/FAVÖK Çarpanı (x)	7,62
<b>İşletme Değeri</b>	<b>123.097.093</b>
Net Borç	6.578.204
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>116.518.889</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

### Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Yurt dışında Şirket'e benzer alanlarda faaliyet gösterdiği belirlenen 24 şirket seçilmiştir. Seçilen 24 şirketin 6'sı İD/FAVÖK çarpanları uç değer olması sebebiyle analize dahil edilmemiştir.

Yurt Dışı Benzer Şirketler	İD/FAVÖK
Comerstone Building Brands. Inc.	10,1
JELD-WEN Holding. Inc	9,1
PGT Innovations. Inc	12,6
Deceuninck NV	5,1
Inwido AB (publ)	8,1
Eurocell plc	8,2
Klil Industries Ltd	8,0
Richelieu Hardvare Ltd.	11,0
Arbonia AG	4,2
Quanex Building Products Corporation	6,6
Bawan Company	12,4
Aluko Co., Ltd.	13,0
Epwin Group Plc	6,0
Dong A Plastic Group Joint Stock Company	10,9
Safestylc UK plc	1,2
JOONGANG DNM Co., Ltd	-6,8
Teraplast S.A.	18,9
Zhejiang Three Stars New Materials Co., Ltd.	17,5
Chin Hin Group Berhad	80,8
Century Plyboards (India) Limited	23,6
Sanco Industries Limited	0,0
Shandong Ruifeng Chemical Co., Ltd.	13,8
Allegion plc	20,6
Apogee Enterprises. Inc.	11,5
<b>Ortalama</b>	<b>10,76</b>
<b>Medyan</b>	<b>10,90</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 167,1 milyon Euro piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirket Çarpan Değeri (Euro)	
Europen Endüstri FAVÖK	16.150.753
İD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,76
<b>İşletme Değeri</b>	<b>173.716.316</b>
Net Borç	6.578.204
<b>Piyasa Değeri</b>	<b>167.138.112</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu



### Çarpan Analizi Sonucu

- Çarpan analizinde, çarpan değerleri eşit ağırlıklandırılarak şirket için 141,8 milyon Euro piyasa değeri hesaplanmıştır.

Çarpan Analizi Sonucu (Euro)	Ağırlık	Değer
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Değeri	50%	116.518.889
Yurt İçi Benzer Şirket Çarpan Değeri	50%	167.138.112
<b>Ağırlıklandırılmış Çarpan Değeri</b>		<b>141.828.501</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2022-2026 yılları için projekte edilmiştir.
- Şirket'in İNA değerlemesinde kullanılan değerlendirme para birimi Euro'dur. Bunun temel sebebi Şirket'in 2021 yıl sonu itibarıyla satışını gerçekleştirdiği PVC Profillerin %50,3'ünü, kapı ve pencerelerin %100'ünü ve cam grubu ürünlerinin %59,2'sini ihraç etmesi ve toplam satışlarının %86'sının Euro ve Euro'ya endekli olması, ayrıca hammadde maliyetlerinin ise %56'sının dövize endekli olmasıdır.
- Satışlar:** 2022-2026 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken tüme varım yaklaşımı benimsenmiş ve her bir ürün bazında satış hacmi ile birim fiyatı kullanılarak net satışlar tahmin edilmiştir. Şirket'in stratejik hedefleri doğrultusunda projeksiyon dönemi boyunca satışları gerçekleştirecek olan ürünlerden kapı ve pencere için adet, PVC profil için ton ve cam grubu için metrekaresinde satış hacimleri ve birim fiyatı varsayımları oluşturulmuştur. 2022 yılının Temmuz ayında faaliyetlerine başlayacak olan Wido-2 Tesisi ile beraber Şirket'in özel ölçü kapı ve pencere üretim kapasitelerinde de artışlar gerçekleşecektir.
- Şirket'in üretim kapasitesi göz önünde bulundurularak, standart kapı ve pencere satış adetlerinin projeksiyon dönemi boyunca her yıl %5 oranında büyüyeceği varsayılmıştır.
- Cam grubunda, 2020 ve 2021 yıllarında gerçekleştirilmiş olan yatırımların yardımıyla, satış hacimlerinde büyümeler öngörülmektedir. Şirket 2023 ile 2026 yılları arasında cam grubunda kapasite artışları yapmayı ve yeni bir ayna üretim tesisi kurmayı planlamaktadır.
- Şirket son yıllarda üretmiş olduğu PVC Profili kendi iç tüketiminde kullanarak daha katma değerli ürünlerin üretiminde kullandığı için, PVC Profil satış hacminde azalmalar gözlemlenmiştir. PVC Profil satışlarının Şirket'in tüm satışları içerisindeki payı 2021 yılı içerisinde %7,5 olarak gerçekleşmiş olup projeksiyon dönemi boyunca bu oranın yaklaşık olarak korunacağı varsayılmıştır.
- Şirket, enerji ve hammadde fiyat artışlarını cam grubu ürünlerde birkaç hafta içerisinde, PVC Profil ürünlerinde 1 ay içerisinde, kapı ve pencere satışlarında ise 2 ay içerisinde satış fiyatlarına yansıtılmaktadır. 2021 yılından başlayarak PVC hammaddesindeki ve cam fiyatlarındaki maliyet artışlarından dolayı Şirket'in ürünlerinde dc fiyat artışları gerçekleşmiştir. 2022 yılı öngörülerinde Şirket'in beklentileri ve 2022 yılının ilk üç ayındaki gerçekleştirmeler göz önünde bulundurularak; bu fiyat artışlarının etkileri yansıtılmış olup, takip eden yıllardaki fiyat artışlarının Euro enflasyon kadar gerçekleşeceği öngörülmüştür.



- Şirket'in toplam kapı ve pencere, profil ve cam grubu satışlarının yanında diğer gelirleri bulunmaktadır. Diğer gelirler temel olarak aksesuar ve blister satışları, hurda satışları, asgari ücret ve SGK teşviklerinden oluşmakta olup toplam net satışlar içerisindeki payı 2021 yılında sadece %3'tür. Projeksiyon dönemi boyunca aksesuar ve blister satışları Euro enflasyon kadar arttırılarak, hurda satışları geçmiş yıllardaki hurda satışlarının toplam satışlara oranının ortalaması kullanılarak ve asgari ücret ve SGK teşvikleri ise personel giderlerindeki değişim kullanılarak teşviklerin kullanılabilmesi için öngörülmüştür.
- **Faaliyet Giderleri:** Şirket'in faaliyet giderleri pazarlama, satış ve dağıtım giderleri ile genel yönetim giderlerinden oluşmaktadır.
- Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri satış, prim, reklamasyon ve komisyon giderleri, personel giderleri, nakliye ve kargo giderleri ve diğer giderlerden meydana gelmektedir. Satış, prim, reklamasyon ve komisyon giderlerinin son üç yılda kapı ve pencere satışlarına oranının ortalaması bulunarak projeksiyon döneminde bu oranın sabit kalacağı varsayılmıştır. Personel giderleri ise toplam ücret TL bazında aylık maaş beklentisinin enflasyon oranında büyütülmesiyle, 2021 yılında 106 olan çalışan sayısının Şirket'in öngörüsüyle her yıl 12 kişi artacağı ve çalışma saatlerinin de aynı şekilde 12 ay olarak olması öngörüsüyle hesaplanmış ve ardından Euro'ya çevrilmiştir. Nakliye ve kargo giderleri tahmini için geçmişe dönük gerçekleşen yıllarda TL bazında her bir satılan ürün miktarına ait nakliye ve kargo gideri tutarı hesaplanmıştır. Bu tutar ise TL enflasyon beklentisiyle büyütülerek projeksiyon dönemi boyunca tüm varsayımlar tahmin edilerek ilgili yıla ait Euro döviz kuru tahmini ile çevrilmiştir.
- Şirket'in genel yönetim giderleri ise personel giderleri, amortisman giderleri ve diğer hesap kalemlerinden oluşmaktadır. Genel yönetim giderlerinin %48'ini personel giderleri oluşturmaktadır. Personel giderleri, toplam ücret TL bazında aylık maaş beklentisinin enflasyon oranında büyütülmesiyle, 2021 yılındaki çalışan sayılarının Şirket'in öngörüsü doğrultusunda artacağı ve çalışma saatlerinin de aynı şekilde 12 ay olarak olması öngörüsüyle hesaplanmış ve ardından Euro'ya çevrilmiştir. Diğer giderler, TL enflasyon beklentisiyle büyütülerek projeksiyon dönemi boyunca ilgili yıla ait Euro döviz kuru tahmini ile çevrilmiştir.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesine dahil edilen kalemler için Şirket'in 2018-2021 yılları arasındaki gün sayıları hesaplanmış, bu yıllar için ortalama gün sayıları kullanılarak projeksiyon dönemi boyunca işletme sermayesi kalemlerinin tutarları hesaplanarak, Şirket'in işletme sermayesi bulunmuştur. Şirket'in net işletme sermayesinin net satışlara oranının projeksiyon dönemi boyunca %12,7-%12,8 seviyesinde tutması beklenmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in devam etmekte olan Wido-2 Tesisi'nin 2022 yılının Temmuz ayında üretime geçmesi planlanmaktadır. Şirket'in devam eden diğer yatırımı çatı GES yatırımıdır. Şirket, mevcut durumda faaliyette olan 5 adet Üretim Tesisi'nin çatılarına GES paneli uygulaması yaparak, bu paneller ile ürettiği elektriği, kendi tüketiminde kullanacaktır. Çatı GES yatırımına 2022 yılında başlanmış olup, Çatı GES'lerin, 2022 yılının Kasım ayında üretime geçmesi planlanmaktadır. Devam etmekte olan yatırımlara ek olarak, Şirket 2023 ile 2026 yılları arası cam tesisi yatırımları yaparak buzdolabı, fırın ve mobilya camı üretim kapasitelerini arttırmayı ve aynı üretim tesisi inşaat ederek aynı işlemin yanı sıra aynı üretimini de gerçekleştirmeyi planlamaktadır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlandırma Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.

- **Risksiz Getiri Oranı:** İtfa tarihi 15.01.2031 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DA57) 28 Nisan 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,50 dikkate alınmış ve bu oran EUR enflasyon ile USD enflasyon arasındaki fark için düzeltilerek %8,31 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının %8,31 olarak sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
  - **Beta:** 1 olarak hesaplanmış olup makuldür.
  - **Özsermaye Maliyeti:** %13,82 olarak hesaplanmıştır.
  - **Borçlanma Maliyeti:** Vergi öncesi borçlanma maliyeti, risksiz getiri oranı olan %8,31'e %1 prim eklenmesi yoluyla %9,31 olarak hesaplanmış ve projeksiyon dönemi boyunca %9,31 olarak sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
  - **Borç Oranı:** Şirket'in finansal borçlarının, finansal borç ve özkaynak toplamına oranı olarak %24 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- AOSM, 2022 yılı için %12,25 olarak hesaplanırken, vergi oranındaki değişiklikten ötürü 2023-2026 yılları arasında %12,32 olarak hesaplanmıştır. Terminal hesaplamasında ise AOSM %12,27 olarak kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
  - **Uç Değer Büyüme Oranı:** %1,5 olarak varsayılmıştır.
  - Sonuçta İNA'dan şirket için, işletme değerinden 6,6 milyon Euro net borç düşülerek 31.12.2021 tarihindeki piyasa değeri 197,4 milyon Euro olarak hesaplanmıştır. 31.12.2021 tarihindeki piyasa değerinin değerlendirme tarihi olan 29.04.2022 tarihindeki karşılığı 2021 yılı özkaynak maliyeti kullanılarak hesaplanmış olup Şirket'in 29.04.2022 tarihindeki piyasa değeri 200,7 milyon Euro olarak bulunmuştur.

### Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Euro)	Ağırlık	Değer
İNA Yöntemi	50,00%	200.743.131
Çarpan Analizi	50,00%	141.828.501
<b>Ağırlıklandırılmış Değer</b>	<b>100,0%</b>	<b>171.285.816</b>
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller		1.997.020
<b>Piyasa Değeri</b>		<b>173.282.835</b>
TCMB Euro Kuru (28.04.2022)		15,5448
Ödenmiş Sermaye, TL		135.000.000
<b>Pay Başı Değer, TL</b>		<b>19,95</b>
Halka Arz İskontosu		18,6%
<b>Halka Arz Fiyatı, TL</b>		<b>16,25</b>

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve Çarpan Analizi eşit ağırlıklandırılmış olup %18,6 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 16,25 TL halka arz değeri tespit edilmiştir.

## Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Europen Endüstri'nin fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Europen Endüstri'nin özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Garanti Yatırım tarafından Europen Endüstri'nin halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin İşletme Değeri/FAVÖK (İD/FAVÖK) çarpanlarının ortalaması kullanılmıştır. İD/FAVÖK çarpanının ortalamasının kullanılmasının makul karşılamakla birlikte medyan değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması gerektiği kanaatindeyiz.
- Piyasa çarpanları analizinde, İD/FAVÖK çarpanı hesabında 5'in altında ve 20'nin üzerinde bulunan değerler uç değer olarak kabul edilerek değerlemeye katılmamış olup tarafımızca makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2022-2026 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Risksiz getiri oranı, İtfa tarihi 15.01.2031 olan Türkiye Devleti ABD Doları Eurobond'un (US900123DA57) 28 Nisan 2022 tarihi itibarıyla faiz getirisi olan %8,50 dikkate alınmış ve bu oran EUR enflasyon ile USD enflasyon arasındaki fark için düzeltilerek %8,31 olarak hesaplanmıştır. Projeksiyon dönemi boyunca risksiz getiri oranının %8,31 olarak sabit kalacağı varsayılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmakla birlikte Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerleri arasındaki fark dikkat çekmektedir.
- Şirket'in yatırım amaçlı gayrimenkulleri 31.12.2021 finansal tablolarında yeniden değerlemeye tabi tutulmuş ve 1.997.020 Euro olarak hesaplanarak piyasa değerine eklenmiştir.
- Sonuç olarak Europen Endüstri'nin halka arz fiyatının tespit edilmesinde %18,6 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 16,25 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz. 2022/03 gerçekleşen verilere göre halka arz FD/FAVÖK ve F/K çarpanları TL bazında sırasıyla 10,25 ve 13,78 hesaplanırken Euro bazında 6,44 ve 9,56 seviyesine işaret etmektedir.

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021	19,15
F/K 2022Ç1	13,78
FD/FAVÖK 2021	14,06
FD/FAVÖK 2022Ç1	10,25
PD/DD 2022Ç1	4,12

  

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2022Ç1	17,23
FD/FAVÖK 2022Ç1	10,25
PD/DD 2022Ç1	2,54