

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt 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.

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	GESAN
Halka Arz Yöntemi	Sermaye Artırımı & Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %30 Yurt İçi Kurumsal : %35 Yurt Dışı Kurumsal : %35
Kote Olunacak Pazar	Yıldız Pazar
Talep Toplama Tarihleri	11-12-13 Ağustos 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	100.000.000 TL
Sermaye Artırımı	15.000.000 TL
Ortak Satışı	12.000.000 TL
Ek Satış	2.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	115.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	23,48%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	25,22%
Talep Toplama Fiyatı	17,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü	459.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	493.000.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	1.700.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	1.955.000.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021/03	11,20
FD/FAVÖK 2021/03	7,44
PD/DD 2021/03	5,38

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021/03	12,88
FD/FAVÖK 2021/03	7,44
PD/DD 2021/03	3,42

Özet Bilgi

- Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret Anonim Şirketi (“Girişim Elektrik” veya “Şirket”), 19.07.1999 tarihinde satış-pazarlama, bayilik, temsilcilik yapmak amacıyla kurulmuştur.
- Şirket, kurulduğu dönemde ağırlıklı olarak satış-pazarlama yani distribütörlük, bayilik, temsilcilik yapmış olup, 2008 itibari ile kademe kademe kapsamına eklediği, mühendislik hizmetleri, yazılım, anahtar teslim yapım işleri ve bununla beraber geniş üretim faaliyetleri ile hızlı bir büyüme sürecine girmiştir.
- Şirket, 2008 yılında üretim faaliyetlerine başlama kararı almış ve Europower Enerji ve Otomasyon Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş.’ne (“Europower”) %70 oranında bağlı ortaklık ilişkisi kurmuştur. Şirket’in Europower bağlı ortaklığı, Ankara/Kahramankazan’da bulunmaktadır ve buradaki fabrikasında üretimlerini yapmaktadır.
- Girişim Elektrik, enerji santralleri ve önemli enerji tesislerinin anahtar teslim kurulumu, üretim gücü ve çeşitliliği, elektriksel ürünlerin tedariki, mühendislik ve yazılım konularında Türkiye'nin yanı sıra 7 ülkede ofis ve tesisleri ile dünyanın büyük bir bölümünde faaliyetlerini sürdürmektedir.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

- Halka arzdan elde edilecek gelirin %14’ü yurt içi ve yurt dışında yeni yatırım fırsatlarının değerlendirilmesinde,
- %15-%20’lik kısmı Şirket’in Sanayi ve Teknoloji Bakanlığı’ndan alınan Yatırım Teşvik Belgesi kapsamında yapılmakta olan fabrika ek üretim alanlarının yatırımının finansmanında
- %32’si devam eden yatırımların sonuçlandırılması ile üretim kapasitesinin ve çeşitliliğinin artırılması, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman ve taşıt alım ve yenilemelerinde, %10 -%15’lik kısmını ise pazar ve ürün araştırma faaliyetlerinde,
- %7’si hammadde ve yarı mamul alımlarında,
- %6’sı faaliyet giderleri finansmanında,
- %23’ü finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde ve
- %18’inin işletme sermayesinde kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Taahhütleri

- Şirket, halka arz edilen payların Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 180 gün süreyle bedelli sermaye artırımını yapılmayacağını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde halka arza konu edilmeyeceğini taahhüt etmiştir.
- Şirket’in mevcut ortaklarından Muhittin Behiç HARMANLI, Ali Gökhan ÖZTÜRK, Ramin MALEK ve Mesut BAZ, Şirket paylarının Borsa İstanbul’da işlem görmeye başlamasından itibaren 1 (bir) yıl boyunca; maliki oldukları Şirket paylarını Borsa’da satmayacaklarını, devretmeyeceklerini, renetmeyeceklerini veya bu paylar üzerinde sair surette tasarrufta bulunmayacaklarını, dolaşımdaki pay miktarının artmasına sebep olmayacaklarını, bu sonuçları doğurabilecek herhangi bir işlem yapmayacaklarını ve yönetim kontrolüne sahip oldukları herhangi bir iştirak ya da bağlı ortaklık veya bunlar adına hareket eden kişiler tarafından da bu sınırlamalara uyulmasını sağlayacaklarını ve Borsa dışında yapılacak satışlarda da satışa konu payların bu sınırlamaya tabi olacağını alıcılara bildireceklerini taahhüt etmişlerdir.

Ortaklık Yapısı

Girişim Elektrik Ortaklık Yapısı		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Hariç)		Halka Arz Sonrası (Ek Satış Dahil)	
Hissedar	Grubu	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Muhittin Behiç Harmanlı	A	14.000.000	14,00%	14.000.000	12,17%	14.000.000	12,17%
	B	41.000.000	41,00%	34.940.000	30,38%	33.930.000	29,50%
Ali Gökhan Öztürk	A	6.000.000	6,00%	6.000.000	5,22%	6.000.000	5,22%
	B	24.000.000	24,00%	21.240.000	18,47%	20.780.000	18,07%
Ramin Malek	B	9.980.000	9,98%	7.400.000	6,43%	6.970.000	6,06%
Mesut Baz	B	5.000.000	5,00%	4.400.000	3,83%	4.300.000	3,74%
Mehmet Özkan Akman	B	20.000	0,02%	20.000	0,02%	20.000	0,02%
Halka Açık Kısım	B	-	-	27.000.000	23,48%	29.000.000	25,22%
Toplam		100.000.000	100,0%	115.000.000	100,0%	115.000.000	100,0%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Mali Tablolar

Girişim Elektrik Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/03
Dönen Varlıklar	221.918.221	318.857.286	632.832.853	638.439.269
Nakit ve Nakit Benzerleri	37.571.070	56.180.120	127.696.102	137.605.275
Finansal Yatırımlar	149.998		298.604	143.843
Ticari Alacaklar	117.166.277	195.407.180	211.126.220	167.749.862
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	16.145.660	110.669.167	67.860.415	75.392.676
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	101.020.617	84.738.013	143.265.805	92.357.186
Diğer Alacaklar	214.145	1.206.910	1.404.679	1.089.467
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	214.145	1.206.910	1.404.679	1.089.467
Devam Eden İnşaat Taahhüt veya Hizmet Sözl. Alacaklar			29.221.303	30.553.022
Stoklar	38.371.298	33.651.819	242.198.320	270.620.775
Peşin Ödenmiş Giderler	21.044.387	26.534.235	11.877.984	22.426.704
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	485.901	235.176	9.007.971	8.178.598
Diğer Dönen Varlıklar	6.915.145	5.641.846	1.670	71.723
Duran Varlıklar	199.442.339	178.706.333	204.433.157	214.008.871
Ticari Alacaklar		30.652.564		
<i>İlişkili Taraflardan Alacaklar</i>		30.652.564		
Diğer Alacaklar	242.353	186.836	200.912	216.991
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	242.353	186.836		
Finansal Yatırımlar	247.593	597.032		
Maddi Duran Varlıklar	187.720.768	126.743.403	185.667.290	189.663.736
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	757.299	3.121.905	7.912.120	8.471.135
<i>Diğer Maddi Olmayan Duran Varlıklar</i>	757.299	3.121.905	7.912.120	8.471.135
Ertelenmiş Vergi Varlıkları	4.435.165	11.161.046	8.425.004	12.003.984
Diğer Duran Varlıklar	6.039.161	6.243.547	2.227.831	3.653.025
Toplam Varlıklar	421.360.560	497.563.619	837.266.010	852.448.140

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/03
Kısa Vadeli Yükümlülükler	180.540.120	266.552.427	356.524.104	341.415.574
Kısa Vadeli Borçlanmalar	65.374.017	31.980.780	4.466.555	12.423.717
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	53.683.390	71.617.344	193.308.649	174.308.692
Ticari Borçlar	57.371.889	112.937.269	116.438.290	89.083.808
<i>İlişkili Tarafalara Ticari Borçlar</i>	515.508	880.298		339.040
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Ticari Borçlar</i>	56.856.381	112.056.971	116.438.290	88.744.768
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.993.020	7.885.243	11.205.892	6.960.008
Diğer Borçlar	305.719	113.212	91.199	91.426
<i>İlişkili Olmayan Tarafalara Diğer Borçlar</i>	305.719	113.212		
Ertelenmiş Gelirler	674.105	41.666.258	22.595.814	49.477.872
<i>İlişkili Olmayan Taraplardan Ertelenmiş Gelirler</i>	674.105	41.666.258		
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü			1.285.332	1.125.505
Kısa Vadeli Karşılıklar	137.980	352.321	7.132.373	7.944.546
<i>Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karş.</i>	78.380	342.721	751.203	916.683
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	59.600	9.600	6.381.170	7.027.863
Uzun Vadeli Yükümlülükler	151.088.227	79.417.247	136.757.978	163.140.821
Uzun Vadeli Borçlanmalar	144.825.414	74.170.064	126.933.842	150.603.466
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.789.576	1.969.488	2.761.614	1.420.566
<i>Çalışanlara Sağ. Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karş.</i>	1.789.576	1.969.488	2.761.614	1.420.566
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	4.473.237	3.277.695	7.062.522	11.116.789
Özkaynaklar	89.732.213	151.593.945	343.983.928	347.891.745
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	74.205.944	131.090.024	312.528.694	315.919.140
Ödenmiş Sermaye	25.000.000	25.000.000	100.000.000	100.000.000
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş				
Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	36.836.140	36.168.143	60.808.238	60.605.877
<i>Maddi Duran Varlık Degerleme Artışları</i>			61.438.501	61.438.501
<i>Yeniden Değerleme ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları</i>	37.700.298	36.944.288	-630.263	-832.624
<i>Diğer Kazanç/Kayıplar</i>	-864.158	-776.145		
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	142.718	142.718	6.519.443	17.734.979
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	19.211.792	51.342.154	-56.923.190	133.985.477
Net Dönem Karı/Zararı	-6.984.706	18.437.009	202.124.203	3.592.807
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	15.526.269	20.503.921	31.455.234	31.972.605
Toplam Kaynaklar	421.360.560	497.563.619	837.266.010	852.448.140

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Girişim Elektrik Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/03	2021/03	Son 4Ç
Hasılat	361.910.770	491.688.536	880.230.625	257.305.706	82.202.846	705.127.765
Yıllık Değişim		35,9%	79,0%		-68,1%	
Satışların Maliyeti (-)	-254.630.518	-410.481.205	-498.108.131	-173.006.694	-55.108.949	-380.210.386
Yıllık Değişim		61,2%	21,3%		-68,1%	
Brüt Kar	107.280.252	81.207.331	382.122.494	84.299.012	27.093.897	324.917.379
Yıllık Değişim		-24,3%	370,6%		-67,9%	
Brüt Kar Marjı	29,6%	16,5%	43,4%	32,8%	33,0%	
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-1.565.412	-357.577	-382.902	-21.846	-525.013	-886.069
Genel Yönetim Giderleri (-)	-37.068.033	-40.262.560	-55.628.643	-9.858.360	-9.612.880	-55.383.163
Araştırma ve Geliştirme Giderleri (-)		-370.864	-1.995.179	-324.453	-747.650	-2.418.376
Faaliyet Karı	68.646.807	40.216.330	324.115.770	74.094.353	16.208.354	266.229.771
Yıllık Değişim		-41,4%	705,9%		-78,1%	
Faaliyet Kar Marjı	19,0%	8,2%	36,8%	28,8%	19,7%	
Amortisman	11.211.654	13.230.615	8.738.325	1.352.231	3.734.836	
FAVÖK1	79.858.461	53.446.945	332.854.095	75.446.584	19.943.190	277.350.701
Yıllık Değişim		-33,1%	522,8%		-73,6%	
FAVÖK1 Marjı	22,1%	10,9%	37,8%	29,3%	24,3%	
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	22.150.341	23.242.352	40.453.213	27.592.283	31.115.081	43.976.011
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-28.344.666	-31.619.609	-49.497.008	-22.850.135	-30.646.407	-57.293.280
Esas Faaliyet Karı	62.452.482	31.839.073	315.071.975	78.836.501	16.677.028	252.912.502
Yıllık Değişim		-49,0%	889,6%		-78,8%	
FAVÖK2	73.664.136	45.069.688	323.810.300	80.188.732	20.411.864	264.033.432
Yıllık Değişim		-38,8%	618,5%		-74,5%	
FAVÖK2 Marjı	20,4%	9,2%	36,8%	31,2%	24,8%	
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	1.534.921	28.298.279	2.999.540			2.999.540
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-4.506.553	-50.548	-233.049			-233.049
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş.			-2.001.852	-496.531	-238.334	-1.743.655
Kazançları (Zar.) ve Değ. Düş. Zararlarının İpt.						
Finansman Gelir/(Gideri) Öncesi Faaliyet Karı	59.480.850	60.086.804	315.836.614	78.339.970	16.438.694	253.935.338
Finansman Giderleri (-)	-62.696.944	-35.453.016	-63.171.147	-11.177.485	-10.727.724	-62.721.386
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Kar	-3.216.094	24.633.788	252.665.467	67.162.485	5.710.970	191.213.952
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/(Gideri)	-3.289.722	-1.157.890	-35.622.554	-12.588.877	-1.600.792	-24.634.469
Dönem Vergi Gideri	-2.308.021	-7.738.233	-36.706.848	-4.672.687	-1.125.505	-33.159.666
Ertelenmiş Vergi Geliri	-981.701	6.580.343	1.084.294	-7.916.190	-475.287	8.525.197
Dönem Karı/Zararı	-6.505.816	23.475.898	217.042.913	54.573.608	4.110.178	166.579.483
Azınlık Payları	478.890	5.038.889	14.918.710	611.281	517.371	14.824.800
Net Dönem Karı/Zararı	-6.984.706	18.437.009	202.124.203	53.962.327	3.592.807	151.754.683

Değerleme

- Oyak Yatırım, Girişim Elektrik'in halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş 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. Girişim Elektrik özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.

- Oyak Yatırım tarafından Girişim Elektrik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılması ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması dahi gösterilmiş olması tarafımızca makuldür.
- Oyak Yatırım, Şirket'in 31.03.2021 tarihli bilançosundaki düzeltilmiş net borç (Girişim Elektrik'in solo net borcuna Europower'ın net borcunun %70'i ilave edilerek elde edilen net borç tutarı) ile düzeltilmiş son 12 aylık (1Ç20-1Ç21) kümüle FAVÖK (Girişim Elektrik'in solo FAVÖK'üne Europower'ın *FAVÖK ünün %70'i eklenerek bulunan FAVÖK değeri) ve 2021 tahmini FAVÖK değerleri çarpan analizinde kullanılmıştır.

Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpan Analizi

- Girişim Elektrik'in çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanında birebir karşılaştırılabilir şirket olmasa da BIST de işlem gören ve faaliyet alanı bakımlıdan benzer enerji ve taahhüt şirketlerine yer verilmiştir. Analizde yer verilen şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Ç21 finansalları baz alınmıştır. Buna göre Borsa İstanbul'da işlem gören ve kriterlere uyan enerji ve taahhüt şirketlerinin piyasa çarpanları takip eden tabloda sunulmuştur. 08.07.2021 tarihi itibarıyla baz alınan veriler üzerinden hesaplama yapılmıştır. Hedef piyasa değeri hesabında medyan çarpanlar Şirket'in düzeltilmiş FAVÖK ve ana ortaklık net karı tutarlarıyla çarpılmış ve FD/FAVÖK çarpanından yapılan hesaplamada 31.03.2021 sonu düzeltilmiş net borç tutarı kullanılmıştır.

TL	Piyasa Değeri	Son 1 yıl FAVÖK marjı	F/K	FD/FAVÖK
AKSEN	7.370.292.798	21,9%	12,1	6,1
ENJSA	12.070.524.844	16,6%	9,6	5,8
ENKAI	49.056.000.000	26,8%	8,1	7,6
ESEN	1.894.400.000	54,2%	2,8	27,9
ORGE	456.800.000	33,9%	8,4	7,8
	Medyan	26,8%	8,4	7,6

- FD/FAVÖK çarpanı kullanılarak ulaşılan hedef piyasa değeri 1.753.463.331 TL'dir. Şirketin 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 17,53 TL'dir.
- Yurt dışında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketler kümesinde hedef değere Şirket'in 30.03.2021 değeri üzerinden ulaşılmıştır. Hedef fiyat hesaplamasında son 1 yıl FAVÖK ve FD/FAVÖK çarpanı ile yapılan hesaplamada 31.03.2021 düzeltilmiş net borç tutarı olan 183 milyon TL kullanılmıştır. Ayrıca F/K çarpanına da bakılmış olup, şirketin nakit yaratma kapasitesini kabaca en iyi temsil ettiği düşünülen FD/FAVÖK oranı ile hesaplanan değerlerin değerlendirilmesinde kullanılması uygun görülmüştür ve tarafımızca makuldür. 08.07.2021 tarihi itibarıyla alınan veriler üzerinden hesaplamalar gerçekleştirilmiştir.

Şirket	Menşei	Açıklama	Piyasa Değeri (USDmn)	F/K	FD/FAVÖK
Jiangsu SINOJIT Wind Energy Technology Co Ltd	Çin	Esas olarak rüzgar türbini parçalarının araştırma, geliştirme, üretim ve dağıtımıyla ilgilenen Çin merkezli bir şirkettir.	528.603.902	14,3	13,4
Powell Industries Inc	ABD	Şirket, elektrik enerjisi akışını dağıtmak, kontrol etmek ve izlemek ve motorlara, transformatörlere ve diğer elektrikli olarak koruma sağlamak için tasarlanmış elektrik enerjisinin dağıtım, kontrolü ve izlenmesi için özel olarak tasarlanmış ekipman ve sistemleri geliştirir, üretir.	345.138.187	58,8	11
Preformed Line Products Co	ABD	Enerji, telekomünikasyon ve bilgi endüstrileri için havai ve yer altı ağlarının yapımında ve bakımında kullanılan ürün ve sistemlerin tasarımcısı ve üreticisidir.	367.489.333	11,2	6,5
Chicony Powe Technology Co Ltd	Tayvan	Güç kaynakları, elektronik bileşenler ve tüketici elektroniği ürünlerinin araştırılması, geliştirilmesi, üretimi ve satışı ile ilgilenen bir şirkettir.	993.734.387	10,8	6,3
Iljin Holdings Co Ltd	Güney Kore	Şirket'in ana faaliyet konusu güç aktarımları, güç dönüştürme sistemleri, güç sistemleri ve güç kabloları üretimini gerçekleştirmektedir.	238.002.757	24,8	11,9
Tatsuta Electric Wire an Cable Co Ltd	Japonya	Şirket'in ana faaliyet konusu elektronik malzemeler segmentinde, elektromanyetik dalga koruma filmleri ve iletken macunlar gibi elektronik cihazlar için işlevsel malzemeler üreten ve satan işlevsel malzeme işini ve elektronik bileşenlerin kablolanması için ultra ince teller üreten ve satan ince tel işini içermektedir.	352.091.931	12,9	7,2
El Sewedy Electric Co SAE	Mısır	Şirket, elektrik ürünleri, enerji ölçümü, sayaç ve sistemleri, güç transformatörleri, dökme reçineli transformatörleri ve yağ dağıtım transformatörleri ile rüzgar enerjisi kanatları, rüzgar kuleleri ve rüzgar türbini üretmektedir.	1.128.446.389	5,3	3,6
Power Construction JSC No 1	Vietnam	Enerji nakil yapıları inşaatı yapmaktadır. Başlıca ticari faaliyetleri arasında elektrik enerjisi nakil hatları, kuleler ve hidroelektrik üretim santrallerinin inşası, galvanizli yapı çeliklerinin imalatı, demir cevheri madenciligi ve inşaat malzemelerinin toptan satışı bulunmaktadır	212.735.507	9,8	8,6
Nippon Koei Co Ltd	Japonya	Ana faaliyet alanı enerji mühendisliğidir. Güç mühendisliği bölümü, su türbini jeneratörleri, sistem kontrol ekipmanı transformatörler, elektrik enerjisi iletimi ve dönüştürme inşaat işlerinin imalatı ve satışı ile ilgilenmektedir.	504.000.505	10,8	8,3
Ningbo Sanxing Medical Electric Co Ltd	Çin	Akıllı enerji dağıtım ile uğraşmaktadır. Akıllı elektrik sayaçlarının, güç dağıtım terminallerinin, güç ölçüm kutularının, transformatörlerin ve anahtarların üretimi, araştırması ve geliştirilmesi ve satışı ile ilgilenmektedir.	4.396.990.833	31	32,7
Medyan				12,05	8,45

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Şirket için 1.971.503.496 TL hedef piyasa değerine ulaşılmıştır. Şirketin 100 milyon TL olan ödenmiş sermayesine göre hesaplanan pay başına değer 19,72 TL'dir.

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

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

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

Çarpan Analizi Sonucu (TL)	Değer
Yurtiçi Çarpan Analizi FD/FAVÖK Medyan Değeri (x)	7,60
Yurtiçi FD/FAVÖK Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.753.463.331
Pay Başına Değer	17,53
Yurtdışı Çarpan Analizi FD/FAVÖK Medyan Değeri (x)	8,40
Yurtdışı FD/FAVÖK Çarpanıyla Hedef Piyasa Değeri	1.971.503.496
Pay Başına Değer	19,72

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş yıl verileri ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2025 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** Şirketin 2020-2025 yılları arasında toplam hasılatını %27 YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) ile arttırması beklenirken bu rakam 2018-2020 yılları arasında %43 olarak gerçekleşmiştir.
 - Şirketin tüm segmentlerinde önümüzdeki dönemde gelir büyümesi olacağı öngörülürken, 2020-2025 arasında en yüksek büyümenin %39 YBBO (yıllık bileşik büyüme oranı) ile elektrik iletim ve dağıtım sistemlerinin üretiminde (alçak/orta/yüksek) olması beklenmektedir. Böylece toplam hasılatdaki payı 2018'de %9'dan 2020'de %23'e yükselen elektrik iletim ve dağıtım sistemlerinin payının 2025'e kadar %37'ye çıkması öngörülmektedir. 15 Haziran 2021 itibariyle şirketin elinde devam eden iş olarak yılsonuna kadar hasılatla eklenmesiyle beklenen iş toplamı 1.180.746.410 TL'dir.
 - Yurt içi satış projeksiyonlarına göre şirketin 2021 yılında 222 MW rüzgar santrali ve 55 MW güneş santrali olmak üzere toplam 277 MW enerji santrali kurulumu gerçekleştirmesi beklenmektedir. Bu sayının önümüzdeki yıllarda hızla artarak 2025'te 505 MW'a (315 M W rüzgar santrali ve 190 MW güneş santrali) ulaşması öngörülmektedir. Şirketin ayrıca yurt içinde 2021 yılında 9 adet OSB elektrik altyapı ve trafo merkezi kurulumunu 2025'e kadar 14 adede çıkarması beklenmektedir. Önümüzdeki yıllarda güçlü büyüme öngörülen elektrik iletim ve dağıtım sistemleri satış adedinin 2021'de 14.668'den 2025'te 33.470'e çıkacağı tahmin edilmektedir.
 - Şirketin, yurt içinde olduğu gibi yurt dışında da güçlü satış büyümesini sürdürmesi beklenmektedir. Enerji santrali kurulumunun 2021'de 93 MW'tan 2025'te 203 MW'a ulaşacağı öngörülmektedir. 2021'de olmayan rüzgar enerji santrali kurulumunun 2022'de 59 MW olarak gerçekleşmesi ve kademeli bir şekilde artarak 2025'te 83 MW'a yükseleceği tahmin edilmektedir. Güneş enerji santrali kurulumunun ise 2021'deki 93 MW seviyesinden 2025'te 120 MW'a çıkması hedeflenmektedir. Şirketin ayrıca yurt dışında OSB elektrik altyapı ve trafo merkezi sayısını 2021'de 1'den 2025'te 4'e, elektrik iletim ve dağıtım sistemleri sayısını ise 2021'deki 4.657'den özellikle alçak ve orta gerilim ürünlerindeki artış sayesinde 2025'te 11.230'a çıkarması beklenmektedir.
 - Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda 15 Haziran 2021 itibariyle şirketin elinde devam eden iş olarak yılsonuna kadar hasılatla eklenmesi beklenen iş toplamı 1.180.746.410 TL olduğu ifade edilmiştir. Yıl içerisinde hasılatla olan yansımalarında çeyrekler bazında (özellikle ilk çeyrekte) yurt içi kamu kuruluşlarının ihale sürecine geçilmesinde

pandemi nedeniyle ihale sürecinin 2021 Nisan ayı ve sonrasına kaydırılması, dünya genelinde yaşanan pandemi nedeniyle sektörde yaşanan yavaşlamalar ile 2021 yılı ilk çeyreğinde yurt dışı projeler alınmasına rağmen ilgili projelere fatura düzenlenemediği için şirketin hasılatına etkisi olmaması dağılım farklılıklarına neden olmuştur. Bunlara ek olarak pandemi sürecinde teşvik belgesi çıkarılması aşamasında yatırımcılar ve kamu kurumları ciddi gecikmeler yaşamış, iş yapmış olunan kamu ve özel kuruluşlarına fatura kesebilmek için teşvik belgelerinin çıkarılması beklendiği ve bu süreçte işlerin bitme noktasına geldiği için ilgili işlerin maliyetlerine katlanılmış ancak hasılatı elde edilememiştir.

- FTR'de bahsi geçen, 2021 yıl sonuna kadar hasılatı eklenmesi beklenen 1,1 milyar TL'lik tutarın eklenmesi ile 2021 yılsonunda tahmini, yıllık %39 artışla 1,2 milyar TL ciro elde edileceği varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- **Satışların Maliyeti:** Şirketin satışlarının maliyeti incelendiğinde en büyük segmentin elektrik iletim ve dağıtım sistemleri olduğu ve onu rüzgar/enerji santrali kurulumunun izlediği görülmektedir. OSB elektrik altyapı ve trafo merkezi kurulumunun ise toplam maliyetlerdeki payı göreceli olarak daha düşüktür. Bu durumun önümüzdeki yıllarda da devam edeceği öngörülmüştür.
- **Brüt Kar:** Brüt karını 2018-2020 döneminde %80 YBBO ile büyüten şirketin muhafazakar olarak 2020-2025 döneminde %21 YBBO elde edeceği varsayılmış olup tarafımızca makuldür.
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderlerinin ciro büyümesine bağlı olarak yıllar itibarıyla artacağı öngörülmüştür. Faaliyet giderlerinin satışlara oranının 2025 yılına kadar %7,13-%7,21 arasında seyretmesi beklenmektedir.
- **FAVÖK:** FAVÖK hesaplamasında esas faaliyetlerden net diğer gelir kalemini, süreklilik arz etmemesi sebebiyle içermemektedir. Şirket'in son üç yıl (2018-2020) içerisinde FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) %104 iken projeksiyon döneminde muhafazakar tahminlere göre satışların ve FAVÖK'ün 2020-2025 yılları arasında YBBO'sunun %19 olacağı öngörülmekte olup tarafımızca makuldür.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket kapasitenin halihazırda yeterli olması dolayısıyla projeksiyon dönemi boyunca ciddi bir yeni yatırım harcaması yapılmayacağı öngörülmüştür.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.
 - **Risksiz Getiri Oranı:** Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT 131BOT 14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, şu anki yüksek seviyelerin zamanla normalleşeceği varsayılmış ve mevcut durum için %15 esas alınmıştır. Rapor tarihindeki (10.08.2021), Türkiye 10 yıllık tahvil faizlerinin %17,61 ve bugün itibarıyla %17,66 olduğu göz önünde bulundurulduğunda %15'lik risksiz getiri varsayımının düşük kaldığı kanaatindeyiz.
 - **Piyasa risk primi:** %5,5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** Beta, halka arz olacak şirketlerin henüz işlem görmeye başlamadığı gerçeği ve bu açıdan istatistiki hesaplamaların imkânsızlığından 1 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Kurumlar Vergisi:** Kurumlar vergisi oranı 2021 yılı için %23, 2022 için %21, 2023-2025 yılları arasında da %18 olarak alınmıştır. Bu varsayımlarda Şirketin paylarının en az %20'sinin halka arz edildiği dikkate alınarak ilk 5 hesap dönemine ait kurum kazançlarına, kurumlar vergisi oranının 2 puan indirimli olarak uygulandığı hesaba

katılmıştır. Böylece 2020-2025 yılları ortalaması %20 olarak hesaplanmış olup tarafımızca makuldür.

- **Özsermaye Maliyeti** : %20,50 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti**: Şirketin vergi öncesi borçlanma maliyeti %20 olarak alınmıştır ve tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Borç Oranı**: Şirket'in 31 Aralık 2020 tarihli bağımsız denetim raporundaki tutarlara göre finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %42 seviyesindedir. Europower'da ise finansal borçların, finansal borçlar ve özkaynak toplamına oranı %37 seviyesindedir.
- Oyak Yatırım'ın tüm varsayımları aynı kalarak sadece Girişim Elektrik için risksiz getiri oranı %17,5 olarak alındığında AOSM %21,2 olarak hesaplanmaktadır.
 - **Uç Değer Büyüme Oranı**: %5 olarak varsayılmış, tarafımızca makuldür.

Bu varsayımlar ışığında AOSM Girişim Elektrik için %18,6, Europower için de %18,8 olarak hesaplanmıştır. Sonuçta İNA'dan Girişim Elektrik için, firma değerinden 144.125.705 TL net borç düşülerek 1.894.552.890 TL, Europower için firma değerinden 52.887.239 TL net borç düşülerek 385.060.153 TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Girişim Elektrik AOSM		Europower AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	15.0%	Risksiz Faiz Oranı	15.0%
Beta	1.00	Beta	1.00
Piyasa Risk Primi	5.5%	Piyasa Risk Primi	5.5%
Vergi Oranı	20.0%	Vergi Oranı	20.0%
Borç Oranı	42.0%	Borç Oranı	37.0%
Özkaynak Oranı	58.0%	Özkaynak Oranı	63.0%
Sermaye Maliyeti	20.5%	Sermaye Maliyeti	20.5%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16.0%	Vergi Sonrası Borç Maliyeti	16.0%
AOSM	18.6%	AOSM	18.8%

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (TL)	Hedef Değer	Ağırlık	Değer
İNA	2.279.613.043	50,00%	1.139.806.522
Girişim Elektrik (%100 hisse karşılığı)	1.894.552.890		
Europower (%70 hisse karşılığı)	385.060.153		
Çarpan Analizi	1.862.483.414	50,00%	931.241.707
Yurt İçi Çarpan Analizi	1.753.463.331		
Yurt Dışı Çarpan Analizi	1.971.503.496		
Ağırlıklandırılmış Değer		100,00%	2.071.048.229
Ödenmiş Sermaye			100.000.000
Pay Başı Değer (TL)			20,71
Halka Arz İskontosu			17,9%
Halka Arz Fiyatı (TL)			17,00

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA ve çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine eşit ağırlık verilmiş ve %17,9 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 17,00 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %17,9'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Risksiz getiri oranı %15 yerine tarafımızca daha makul olduğunu düşündüğümüz %17,5 olarak baz alındığında AOSM %21,2 olarak hesaplanmaktadır.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Girişim Elektrik'in 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. Girişim Elektrik özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Oyak Yatırım tarafından Girişim Elektrik'in halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK) çarpanlarının medyanı kullanılmıştır. FD/FAVÖK çarpanının medyan değerinin kullanılması ve Fiyat/Kazanç (F/K) çarpanının da kullanılması dahi gösterilmiş olması tarafımızca makuldür.
- Girişim Elektrik'in çarpan analizinde, Şirket'in ana faaliyet alanında birebir karşılaştırılabilir şirket olmasa da BIST'te işlem gören ve faaliyet alanı bakımından benzer enerji ve taahhüt şirketlerine yer verilmiştir. Bahsi geçen şirketlerin, Girişim Elektrik'in faaliyet alanını karşılamadığı dikkat çekmektedir. Yurt dışında faaliyet gösteren karşılaştırılabilir şirketler kümesinde hedef değere Şirket'in 30.03.2021 değeri üzerinden ulaşılmıştır. Hedef fiyat hesaplamasında son 1 yıl FAVÖK ve FD/FAVÖK çarpanı ile yapılan hesaplamada 31.03.2021 düzeltilmiş net borç tutarı olan 183 milyon TL kullanılmıştır ve tarafımızca makuldür.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2025 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- Fiyat Tespit Raporu'nda bahsi geçen, 2021 yılsonuna kadar hasılatı eklenmesi beklenen 1,1 milyar TL'lik tutarın eklenmesi ile 2021 yılsonunda elde edilmesi planlanan cironun makul olduğu kanaatindeyiz.
- Risksiz Getiri Oranı, Türkiye'deki 10 yıllık TL tahvil (ISIN TRT 131BOT 14) oranındaki değişimler takip edilmiş olup, şu anki yüksek seviyelerin zamanla normalleşeceği varsayılmış ve mevcut durum için %15 esas alınmıştır. Rapor tarihindeki ve mevcut durumdaki Türkiye 10 yıllık tahvil faizleri göz önünde bulundurulduğunda %15'lik risksiz getiri oranının düşük kaldığı kanaatindeyiz.
- Uç Değer Büyüme Oranı %5 olarak varsayılmış, tarafımızca makuldür.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Sonuç olarak Girişim Elektrik'in halka arz fiyatının tespit edilmesinde %17,9 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 17,00 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.

Uygulanan %17,9'luk iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.