

EUROPOWER ENERJİ VE OTOMASYON TEKNOLOJİLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.

FİYAT TESPİT RAPORUNA İLİŞKİN HAZIRLANAN ANALİST
RAPORU

İNTEGRAL YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
ARAŞTIRMA BÖLÜMÜ
11 Nisan 2023

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İntegral Yatırım") tarafından, AK Yatırım Menkul Kıymetler A.Ş.'nin (Ak Yatırım) tek yetkili aracı kurum olduğu Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Europower" ya da "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 izahnameyi inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı İntegral Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

EUROPOWER ENERJİ ve OTOMASYON TEKNOLOJİLERİ SANAYİ TİCARET A.Ş.

İhraççı	Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.
Halka Arz Eden Pay Sahibi	Muhittin Behiç Harmanlı, Ali Gökhan Öztürk ve Ramin Malek
Halka Arz Tarihleri	12 - 13 - 14 Nisan 2023
Halka Arz Fiyatı	40,60 TL
Halka Arz İskonto Oranı	20,00%
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama ve Satış Yöntemi
Halka Arz Şekli	Bedelli Sermaye Artırımı ve Ortak Pay Satışı
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Öncesi Ödenmiş Sermaye	175.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Ödenmiş Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı	27,27% (Ek Satış Dahil)
Halka Arz Edilen Hisse Adedi	60.000.000 TL Lot Sermaye Artırımı (Ek Satış Dahil)
Ek Satış Hakkı	Vardır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri ve Taahhütler	Şirket paylarının Borsa İstanbul'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 12 ay boyunca, bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine, bu yönde bir karar alınmayacağına, Borsa İstanbul'a veya SPK'ya veya yurt dışındaki herhangi bir menkul kıymetlere ilişkin düzenleyici kurum, borsa veya kotasyon otoritesine başvuruda bulunulmayacağına ve bu süre boyunca yeni bir satış veya halka arz yapılacağına dair açıklama yapılmayacağını taahhütte bulunmuştur. Halka arz gelirine eşit bir fonun 15 günü geçmemek kaydıyla Ak Yatırım tarafından fiyat istikrarı için kullanılmasına karar verilmiştir.
Tahsis Grupları ve Pay Oranları	Payların %80'i Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar Payların %3'ü Şirket Çalışanları Payların %17'si Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar
Borsa Kodu	EUPWR
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
SPK Onay Tarihi	6.04.2023

Kaynak: Europower Enerji izahnamesi, tasarruf sahiplerine satış duyurusu ve fiyat tespit raporu.

3. ŞİRKET PROFİLİ

Europower Enerji, 2008 senesinde Ankara Kahramankazan'da bulunan Girişim Elektrik'e ait fabrika kampüsünde Muhittin Behiç Harmanlı, Ali Gökhan Öztürk, Ramin Malek ve Mesut Baz tarafından kurulmuştur. 38.000m²'lik bir üretim alanında faaliyet gösteren Europower Enerji sektörde farklı standartlara uygun alçak, orta ve yüksek gerilim ekipmanı ve malzemeleri üreten bir şirket olup Ar-ge merkeziyle de yeni ürünlerin tasarlanması, geliştirilmesi ve üretimi konusunda faaliyet göstermektedir. Şirket ürettiği bu elektriksel, elektromekaniksel ürünlerin ve sistemlerin ihracatını bugüne kadar 66 ülkeye gerçekleştirmiş olup ürettiği tüm ürünler ve bu ürünlerin kullanıldığı sistemlerin tamamı için mühendislik, tasarım, anahtar teslim kurulum, uygulama, test devreye alma ve eğitim hizmetleri de vermektedir.

Üretim

- Orta gerilim sabit veya çekilebilir hava yalıtımlı metal ve metal kaplı şalt panoları, SF6 yalıtımlı halka devre birimleri
- Otomasyon ve SCADA panoları dahil olmak üzere her türlü alçak gerilim şalt tesisleri ve panolar
- Metal sac, sandviç panel, beton ve özel tip kompakt trafo merkezleri / kiosklar
- YG-YG, YG-OG, OG-OG VE OG-AG mobil trafo merkezleri
- Raylı sistemler için havai hat vakumlu yük ayırıcılar, havai hat ayırıcıları
- YG-OG-AG kapasitör bankları, sabit ve mobil güç faktörü düzeltme sistemleri
- Transformatör, Sunjunior ve diğer ürünler

Satışlar

Şirket, 2019 yılından itibaren yapmış olduğu kapasite yatırımları ve yeni ürün geliştirmeleri neticesinde iyi bir büyüme hikayesi yakalamıştır. Yapılan yatırımlarla beraber üretim ve satış adetlerindeki yükselişle ciroda bir artış sağlanmıştır. Kullanılan hammaddelerin de yatırımlarla birlikte şirket tarafından üretilmesi ile dışa bağımlılıkta azalış gerçekleşmiştir. 2021 yılında yatırımların finansallara etkisini somut bir şekilde gözlemlenmek mümkün. Şirketin satışları 2020 yılında 326 milyon TL iken 2022 yılında 603 milyon TL'ye yükselmiştir. 2022 yılında ise satışlar 2.5 kat büyüme göstermiştir.

	2020	2021	2022
Satışlar (TL)	326.422.684	603.548.374	2.116.375.786
Yurtiçi	257.826.921	482.359.097	485.140.603
Yurtdışı	68.595.762	121.189.277	1.631.235.183
İhracat Payı	21%	20%	77%

Kaynak: Europower Fiyat İzahname

Yatırımlar

Şirket, Ankara Kahramankazan'da 60 milyon TL bedelle 2022 yılının 3.çeyreğinde başladığı Trafo Fabrikası kapasite artırımına yönelik makine alımı yatırımını bu yılın ilk çeyreğinde bitirmeyi planlamaktadır. Şirket, Ankara Sincan'da 86.5 milyon TL bedelle 2022 yılının 3.çeyreğinde başladığı güneş panel üretimi makine parkı ve altyapısı yatırımı bu yılın ilk çeyreği itibari ile tamamlanmıştır. Şirket, Ankara Sincan'da 220 milyon TL bedelle 2023 yılının 1.çeyreğinde başladığı güneş panel üretimi makine parkı ve altyapısı yatırımı 2024 yılının ilk çeyreğinde tamamlamayı planlamaktadır.

3.1 Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
		Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)	Sermaye (TL)	Payı (%)
Girişim Elektrik San. Taah. Ve Tic. A.Ş.	A	28.000.000	16,00%	28.000.000	12,73%	28.000.000	12,73%
	B	94.500.000	54,00%	94.500.000	42,95%	94.500.000	42,95%
Muhittin Behiç Harmanlı	A	7.000.000	4,00%	7.000.000	3,18%	7.000.000	3,18%
	B	23.625.000	13,50%	19.837.500	9,02%	9.837.500	4,47%
Ali Gökhan Öztürk	B	10.500.000	6,00%	9.775.000	4,44%	9.775.000	4,44%
Ramim Malek	B	9.625.000	5,50%	9.137.500	4,15%	9.137.500	4,15%
Mesut Baz	B	1.750.000	1,00%	1.750.000	0,80%	1.750.000	0,80%
Halka Açık Kısmı	B	-	-	50.000.000	22,73%	60.000.000	27,27%
Toplam		175.000.000	100%	220.000.000	100%	220.000.000	100%

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

4. ÖZET FİNANSAL TABLOLAR

4.1. Bilanço

Özel Bağımsız Denetimden Geçmiş Konsolide Bilanço (TL)	2019	2020	2021	2022/09
VARLIKLAR				
Dönen Varlıklar	133.295.809	173.944.440	251.067.024	1.006.403.858
Nakit ve Nakit Benzerleri	26.314.781	45.117.068	45.035.333	583.864.469
Finansal Yatırımlar	-	-	-	38.898.332
Ticari Alacaklar	60.412.654	70.071.517	103.734.344	213.795.169
Diğer Alacaklar	9.680.904	9.180.923	10.246.709	6.575.031
Stoklar	29.815.367	41.587.765	57.311.187	133.519.286
Peşin Ödenmiş Giderler	1.171.898	909.606	25.265.069	8.535.742
Diğer Dönen Varlıklar	5.900.205	7.077.561	9.474.382	19.215.829
Duran Varlıklar	94.865.025	88.356.708	161.697.035	351.836.372
Diğer Alacaklar	8.705	9.482	9.482	8.705
Kullanım Hakkı Varlıkları	7.685.141	3.629.655	1.827.172	2.040.394
Maddi Duran Varlıklar	43.555.541	41.094.395	116.337.019	306.125.930
Maddi Olmayan Duran Varlıkları	43.615.638	43.574.932	43.523.362	43.661.343
Peşin Ödenmiş Giderler	-	48.244	-	-
Toplam Varlıklar	228.160.834	262.301.148	412.764.059	1.358.240.230
KAYNAKLAR				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127.072.088	160.816.487	230.349.462	658.081.689
Kısa Vadeli Borçlanmalar	60.348.209	92.330.889	129.643.499	335.766.145
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	10.724.335	9.657.526	-	-
Ticari Borçlar	51.847.048	47.040.469	81.065.286	270.263.700
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	1.515.361	1.858.075	746.009	3.520.812
Ertelemiş Gelirler	506.481	1.241.586	5.810.074	29.422.091
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.759.353	7.437.822	8.021.650	15.133.690
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	370.941	1.250.120	5.062.944	3.975.251
Uzun Vadeli Yükümlülükler	27.468.635	17.881.522	19.536.999	43.434.936
Uzun Vadeli Borçlanmalar	21.906.027	11.720.778	750.832	1.038.912
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.680.751	2.722.007	4.035.643	6.637.957
Ertelemiş Vergi Yükümlülüğü	3.881.857	3.438.737	14.750.524	35.758.067
Özkaynaklar	73.620.111	83.603.139	162.877.598	656.723.605
Ödenmiş Sermaye	87.633.475	87.633.475	87.633.475	309.000.000
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak birikmiş diğer kapsamlı gelirler/(giderler)	-326.592	-418.956	65.995.460	211.653.550
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	6.923.758	6.923.758	6.923.758	6.989.306
Geçmiş Yıllar Karları	-14.671.298	-20.610.530	-10.535.138	2.259.357
Net dönem karı	-5.939.232	10.075.392	12.860.043	126.821.392
TOPLAM KAYNAKLAR	228.160.834	262.301.148	412.764.059	1.358.240.230

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

4.2. Gelir Tablosu

Gelir Tablosu (TL)	2020	2021	2022
Hasılat	326.422.684	603.548.374	2.116.375.786
Satışların Maliyeti	-234.501.684	-439.131.947	-1.542.291.800
Brüt Kar	91.921.000	164.416.427	574.083.986
Genel Yönetim Giderleri	-14.527.625	-25.154.912	-54.952.887
Pazarlama Giderleri	-139.440	-1.213.412	-20.736.536
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-1.995.179	-8.869.552	-21.663.958
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.316.062	45.217.519	140.478.051
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-10.416.951	-33.011.844	-139.092.132
Esas Faaliyet Karı/Zararı	73.157.867	141.384.226	478.116.524
Finansal Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	72.412.659	141.538.901	477.977.619
Vergi Öncesi Kar	61.133.183	115.833.354	442.467.299
Vergi Gideri	-11.410.816	-11.411.366	-66.695.238
Dönem Karı	49.722.367	104.421.988	375.772.061

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

5. HALKA ARZDAN ELDE EDİLECEK FONUN KULLANIM YERİ

Halka arz gerekçeleri:

Şirket'in 175.000.000 TL olan çıkarılmış sermayesinin, 875.000.000 TL'lik kayıtlı sermaye tavanı dahilinde 45.000.000 TL artırılarak 220.000.000 TL'ye çıkarılması ile elde edilecek brüt fondan sermaye artırımına ilişkin masraflar çıkarıldıktan sonra kalan kaynak; Şirket'in devam eden yatırımların sonuçlandırılması, üretim kapasitesinin ve çeşitliliğin artırılması, gayrimenkul, iş makinesi, makine, teçhizat, ekipman, taşıt alım ve yenilemeleri sonuçlandırılması, hammadde ve yarı mamul alımı, faaliyet giderleri ve benzeri giderler dahil olmak üzere işletme sermayesinin kuvvetlendirilmesi, ARGE ve ÜRGE çalışmaları ve bu çalışmalar sonucu çıkan ürünlerin seri imalata dönüşüm, planlanan ve muhtemel yeni yatırımların gerçekleştirilmesi, finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılmasında hedeflenmektedir.

Şirket'in pay sahiplerinden Muhittin Behiç Harmanlı, Ali Gökhan Öztürk ve Ramin Malek'e ait olan paylardan ek satış hariç toplam 5.000.000 adet ve ek satış dahil toplam 15.000.000 adet B grubu pay ile toplam 45.000.000 adet yeni ihraç edilecek B grubu pay ile birlikte toplam ek satış hariç 50.000.000 adet ve ek satış dahil 60.000.000 adet B grubu pay halka arz kapsamında satılacaktır.

Şirket, mevcut pay sahiplerinden Muhittin Behiç Harmanlı, Ali Gökhan Öztürk ve Ramin Malek'in mevcut paylarının halka arz kapsamında satılması sebebiyle herhangi bir gelir elde etmeyecek olup, sermaye artışı yoluyla elde edeceği halka arz gelirini aşağıda belirtilen şekilde kullanmayı hedeflemektedir.

✓ ARGE ve ÜRGE çalışmaları ve bu çalışmalar sonucu çıkan ürünlerin seri imalata dönüşümü, planlanan ve muhtemel yeni yatırımların gerçekleştirilmesi	%25-%35
✓ Devam eden yatırımların sonuçlandırılması; Üretim kapasitesinin ve çeşitliliğin artırılması; Gayrimenkul, iş makinesi, makine, teçhizat,	%25-%35
✓ Finansman ve kısa vadedeki borç ödemelerinde kullanılması	%10-%20
✓ İşletme sermayesi olarak değerlendirilmesi (hammadde ve yarı mamul alımı, faaliyet giderleri ve benzeri giderler dahil)	%25-%40
Toplam	100%

Kaynak: Europower Fonun Kullanım Yeri Raporu

6. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) yöntemi ve Çarpan Analizi yöntemi kullanılmıştır. Hedef özsermaye değerinin hesaplanmasında İNA analize %50, piyasa çarpanları analizine (yurt içi %25, yurt dışı %25) toplam %50 ağırlık verilmiştir. Hesaplanan Europower Enerji özsermaye değerine Peak PV'nin özsermaye değerinin %60'ı eklenmiştir.

6.1 İndirgenmiş Nakit Akımı Yöntemi

İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi'nde (İNA) kullanılan varsayımlar, Şirket yönetiminin gelecek yıllara ilişkin beklentilerini yansıtabilecek şekilde oluşturulmuştur. Söz konusu varsayımlar birçok tahmini parametreye bağlı olması sebebiyle, geleceğe yönelik herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Bu analiz kapsamında yer alan projeksiyonların değişmesi halinde farklı bir Şirket özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşabileceği belirtilmiştir.

İNA analizinde makroekonomik veriler kapsamında yıllık TÜFE beklentisi, 2023 yılı için %43,7, 2024 ve sonrası için %8 olarak kabul edilmiştir.

Ciro Kırılımı (Milyon TL)	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T
Alçak Gerilim	257	380	474	672	747
Orta Gerilim	1.477	1.719	1.965	2.160	2.360
Yüksek Gerilim	80	125	192	249	339
Transformatör	2.043	2.894	3.958	5.102	6.375
Sun Junior	322	546	645	761	901
Diğer Gelirler	570	946	1.236	1.550	1.928
Toplam	4.749	6.609	8.470	10.495	12.648

Kaynak:Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

İNA modeli kapsamında satış beklentileri, Europower'ın iş modeli çerçevesinde elde etmeyi planladığı satış hedefleri doğrultusunda ortaya çıkan satış projeksiyonları kullanılmıştır. Şirket'in satışlarının 2023 yılında %124 artarak 4.749 milyon TL, 2024 yılında %39 artarak 6.609 milyon TL, 2025 yılında %28 artarak 8.470 milyon TL, 2026 yılında %24 artarak 10.495 milyon TL, 2027 yılında ise %21 oranında artarak 12.648 milyon TL olacağı tahmin edilmiştir.

Şirket güçlü büyüme performansını projeksiyon döneminde de sürdürmeyi hedeflemektedir. Bunun için, son yıllarda Şirket'in büyüme trendinin temelini oluşturan mevcut stratejilerinin üzerine sürdürülebilir güçlü büyümeyi destekleyen ilave stratejileri bulunmaktadır. Bu kapsamda mevcut müşterilerden elde edilen gelirlerin artırılması, kanal yapısının genişletilmesi, uluslararası pazarlarda büyüme ve ürün portföyünün genişletilmesi hedeflenmektedir.

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 azalması öngörülmektedir. Bu konuda Şirket'in halka arz döneminin etkisiyle artan danışmanlık giderlerinin toplam gelirlere oranının artması rol oynamaktadır. 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 gelerek sonraki dönemde bu seviyede kalacağı öngörülmektedir.

Projeksiyon döneminde, Europower'ın 2022 yılında %24,0 olan FAVÖK marjının piyasaya yeni giren oyuncular ve artan rekabet ile birlikte kademeli olarak azalması ve 2027 yılında %19,1'e gerilemesi beklenmektedir. Sonraki dönemde ise bu seviyede devam edeceği öngörülmüştür.

Europower'ın oluşturduğu iş planı doğrultusunda hedeflediği ticari alacak tahsil süresi, stok tutma süresi ve ticari borç ödeme süresi gibi değişkenler neticesinde, net işletme sermayesi ihtiyacı hesaplanmaktadır. İhale ile alınan ve ihalesiz işlerde nakit dönüşüm süresi ise farklılık gösterebilmektedir. Şirket'in net işletme sermayesi 2023 yılında 1.256 milyon TL, 2024 yılında 1.661 milyon TL, 2025 yılında 2.075 milyon TL, 2026 yılında 2.461 milyon TL ve 2027 yılında 2.834 milyon TL olmasını öngörmektedirler. Bununla birlikte net işletme sermayesi ihtiyacı ise sırasıyla 704 milyon TL, 405 milyon TL, 414 milyon TL, 387 milyon TL ve 373 milyon TL olarak öngörülmektedir.

Projeksiyon dönemi boyunca müşteri segmentlerine ilişkin ortalama tahsil sürelerinin yaklaşık olarak aynı seviyelerde kalacağı öngörülmektedir. 2023 yılında 96 gün olması öngörülen nakit dönüşüm süresinin 2024 senesinde 91 güne düşeceği ve sonraki projeksiyon dönemlerinde kademeli olarak 80 güne inerek bu seviyede devam edeceği düşünülmektedir.

Europower'ın projeksiyon döneminde planladığı yatırım planları dikkate alınmıştır. Şirket, projeksiyon dönemi boyunca, yeni teknoloji ve ürün geliştirmeye yönelik düzenli Ar-Ge yatırımlarına devam etmeyi planlamaktadır. 2023 – 2024 yıllarında toplam 136 milyon TL tutarında fabrika alanı genişletme yatırımı ve 82 milyon TL tutarında kapasite artışına yönelik yeni makine alımı ile makine renovasyonu öngörülmektedir. Şirket toplam 2023 yılında 162 milyon TL, 2024 yılında 87 milyon TL, 2025 yılında 48 milyon TL, 2026 yılında 49 milyon TL ve 2027 yılında ise 52 milyon TL yatırım harcaması yapmayı öngörmektedir.

Şirket'in nakit akımlarının bugüne indirgenmesinde, yaygın olarak kullanılan Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) yönetimi kullanılmıştır. 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 raporumuzun tarihi 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.

Projeksiyon dönemi boyunca, piyasa risk primi olarak kabul edilen %6,0 üzerine, Europower'ın pek çok konudaki faaliyetlerinin henüz yeni olması nedeniyle, %1,0 seviyesinde bir işletme risk primi ilave edilmiştir ve bu risk primleri tüm projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur.

Yukarıdaki varsayımlar ve aşağıda yer alan formül ışığında, Europower'ın özsermaye maliyeti %23,31 olarak hesaplanmaktadır. Borçlanma maliyeti, Europower için güncel finansman faizi oranı olan %19 yerine, projeksiyon dönemi boyunca %20 olarak kullanılmıştır.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi sonucunda, Europower'ın Özsermaye Değeri, 6.134 milyon TL olarak hesaplanmıştır.

Europower İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

İNA (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	1.584	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
FAVÖK	1.071	1.337	1.686	2.050	2.414
Vergi	-185	-230	-291	-356	-420
Yatırım Harcamaları	-162	-87	-48	-49	-52
Net İşletme Sermaye Değişimleri	-704	-405	-414	-387	-373
Serbest Nakit Akımı	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 Akımı	17	435	545	606	624

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı (Milyon TL)	2.227
Devem Eden Büyüme Oranı	5%
Uç Değerin 2027'deki Değeri (Milyon TL)	10.222
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	2,5142
Uç Değerin Bugünkü Değeri (Milyon TL)	4.066
Firma Değeri (Milyon TL)	6.293
Net Borç (Milyon TL)	158
Europower %100 Özsermaye Değeri (Milyon TL)	6.134

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Milyon TL		AOSM DUYARLILIK				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Devam Eden Değer Duyarlılık	-2,0%	6.253	6.042	5.617	5.238	4.899
	-1,0%	6.853	6.325	5.860	5.450	5.084
	0,0%	7.231	6.645	6.134	5.686	5.289
	1,0%	7.666	7.011	6.445	5.951	5.518
	2,0%	8.173	7.432	6.799	6.252	5.775

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Peak VB İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Tablosu

İNA (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
FAVÖK	374	858	1.079	1.235	1.333
Vergi	-68	-159	-203	-233	-253
Yatırım Harcamaları	-182	-132	-12	-12	-10
Net İşletme Sermaye Değişimleri	-147	-193	-86	-85	-41
Serbest Nakit Akımı	-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 Akımı	-19	260	444	423	394

İndirgenmiş Nakit Akımlarının Toplamı (Milyon TL)	1.503
Devam Eden Büyüme Oranı	5%
Uç Değerin 2027'deki Değeri (Milyon TL)	6.327
Uç Değerin Bugüne İndirgeme Oranı	2,6118
Uç Değerin Bugünkü Değeri (Milyon TL)	2,422
Firma Değeri (Milyon TL)	3.925
Net Borç (Milyon TL)	-
Peak PV %100 Özsermaye Değeri (Milyon TL)	3925

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Milyon TL		AOSM DUYARLILIK				
		-2,0%	-1,0%	0,0%	1,0%	2,0%
Devam Eden Değer Duyarlılık	-2,0%	4.165	3.882	3.630	3.404	3.200
	-1,0%	4.352	4.043	3.769	3.525	3.307
	0,0%	4.563	4.224	3.925	3.661	3.425
	1,0%	4.805	4.428	4.100	3.812	3.556
	2,0%	5.083	4.662	4.299	3.981	3.702

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

6.2 Çarpan Analizi Yöntemi

Piyasa çarpanları analizi, Borsa İstanbul'da yurtdışındaki borsalarda işlem gören ve Europower ile benzer faaliyet alanına sahip olmaları nedeniyle karşılaştırılabilir şirketlerin finansal tablolarından elde edilen sonuçlar ve oranlarından hareketle yapılan bir değerlendirme yöntemidir.

Çarpan analizi yapılırken, sanayi şirketlerinin değerlemelerinde sıkça tercih edilen nakit yaratma ile karlılık kapasitesini en iyi yansıttığı düşünülen Firma Değeri/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç çarpanları kullanılmıştır. FD/FAVÖK oranı faizlerin mevcut durumu sebebiyle gerçekçi bulunmadığı için tek başına kullanılmamış olup, Fiyat/Kazanç oranından da faydalanılmıştır. Fiyat/Kazanç oranı tek başına kullanıldığında tek seferlik ya da finansman faaliyetlerinden elde edilen gelir konusunda değerlemeyi etkileyebileceği için diğer çarpana da yer verilmiştir.

Payları Borsa İstanbul'da işlem gören şirketler arasında Europower gibi enerji sektörüne imalat ve hizmet faaliyetleri bulunan şirketlerin FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç oranları kıyaslanmıştır. Tabloda uç değer olarak belirlenen oranlar hesaplamaya dahil edilmemiştir. Firma/Değeri çarpanı için 20'nin üzerindeki değerler uç değer olarak alınırken, Fiyat/Kazanç çarpanı için uç değer 25 olarak belirlenmiştir.

Gelişmiş ve gelişmekte olan ülkelerin piyasalarında işlem gören ve Europower gibi enerji sektörüne imalat yapan şirketler içerisinde boyut olarak Europower'a kıyasla çok büyük ya da çok küçük şirketler hesaplamaya dahil edilmemiştir. Tabloda şirketlerin FD/FAVÖK ve Fiyat/Kazanç oranları kıyaslanmıştır. Tabloda uç değer olarak belirlenen oranlar hesaplamaya dahil edilmemiştir. Firma/Değeri çarpanı için 20'nin üzerindeki değerler uç değer olarak alınırken, Fiyat/Kazanç çarpanı için uç değer 25 olarak belirlenmiştir.

Benzer Şirketlerin FD/FAVÖK Çarpanı (TL)	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Europower'ın 2022 Yılı FAVÖK'ü	507.654.639	507.654.639
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	12,78	14,85
Hesaplanan Firma Değeri	6.485.995.433	7.537.341.863
Net Finansal Borç (Net Nakit)	158.105.803	158.105.803
Europower'ın Özsermaye Değeri	6.327.889.630	7.379.236.060
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	50%	50%
Europower'ın Ortalama Özsermaye Değeri	6.853.562.845	

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Benzer Şirketlerin Fiyat/Kazanç Çarpanı (TL)	Yurtiçi Benzer Şirketler	Uluslararası Benzer Şirketler
Europower'ın 2022 Yılı FAVÖK'ü	375.772.061	375.772.061
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK Çarpanı Medyanı	15,34	21,83
Hesaplanan Firma Değeri	5.765.610.345	8.203.389.753
Değerleme Sonucunun Ağırlığı	50%	50%
Europower'ın Ortalama Özsermaye Değeri	6.984.500.049	

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Europower'ın özsermaye değeri her iki çarpanın da eşit ağırlıklandırılması sonucu %50 Fiyat Kazanç ve %50 Firma Değeri/FAVÖK şeklinde hesaplanmıştır. Bu çarpanlar kendi içerisinde yurtiçi ve yurtdışı olmak üzere yine %50 oranında ağırlıklandırılmıştır.

Değer(mTL)	FD/FAVÖK	Fiyat/Kazanç
Europower'ın Özsermaye Değeri	6.853.562.845	6.984.500.049
Yöntemin Ağırlığı	50%	50%
	3.426.781.423	3.492.250.025
Europower'ın Ortalama Özsermaye Değeri	6.919.031.447	

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Sonuç

Sonuç olarak indirgenmiş nakit akımına %50, ağırlıklandırılmış yurtiçi benzerler çarpanına %25, ağırlıklandırılmış yurtdışı benzer çarpanına %25 ağırlık verilerek 6.526 Milyon TL konsolide olmayan Europower Enerji değerine ulaşılmıştır. Peak PV'nin özsermaye değerinin %60'ı eklenerek 8.881,8 milyon TL hedef değere ulaşılmıştır. Bulunan hedef değere %20,0 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 40,60 TL hedef fiyat belirlenmiştir.

TL	Piyasa Değeri	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri
Piyasa Çarpanları Analizi	6.919.031.447	50%	3.459.515.724
İNA	6.134.448.677	50%	3.067.224.339
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri			6.526.740.062

Kaynak:Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Peak PV'nin Değerleme Sonucu ve Europower'a Katkısı

TL	İNA Analizi
Peak PV'nin Özsermaye Değeri (%100)	3.925.032.329
Peak PV'nin Özsermaye Değeri (%60)	2.355.019.397

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

Konsolide Europower Özsermaye Değeri

	Fiyat
Europower Özsermaye Değeri (Solo)	6.526.740.062
Peak PV Özsermaye Değeri (%60)	2.355.019.397
Europower (Solo) + Peak PV (%60) Özsermaye Değeri	8.881.759.459

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

	Fiyat
Europower Özsermaye Değeri (Solo)	6.526.740.062
Peak PV Özsermaye Değeri (%60)	2.355.019.397
Europower (Solo) + Peak PV (%60) Özsermaye Değeri	8.881.759.459
Europower'ın Çıkarılmış Sermayesi	175.000.000
1 Adet Europower Payı Başına Düşen Değer (TL)	50,75

Kaynak: Europower Enerji Fiyat Tespit Raporu

	Fiyat
1 Adet Europower Payı Başına Hesaplanan Değer	50,75
Halka Arz İskontosu	20,00%
1 Adet Europower Payının Halka Arz Fiyatı (TL)	40,60

7. GÖRÜŞ

Ak Yatırım tarafından Europower Enerji için hazırlanan fiyat tespit raporunun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu kanaatindeyiz. Şirket ve sektör hakkında verilen bilgiler oldukça detaylıdır.

- Şirketin fiyat tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Yöntemi ve Çarpan Analizi Yönteminin kullanılmasını uygun bulmakla birlikte kullanılan değerlendirme yöntemlerinin net ve anlaşılır bir şekilde açıklandığını düşünüyoruz. Değerleme yöntemlerine sırasıyla %50 - %50 (yurt içi çarpan değeri %25, yurt dışı çarpan değeri %25) ağırlık verilmiştir. Hesaplanan Europower Enerji özsermaye değerine Peak PV'nin özsermaye değerinin %60'ı eklenmiştir.
- İNA analizinde Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasının makul olduğu görüşündeyiz.
- Çarpanları Analizinde FD/FAVÖK çarpanlarının kullanılmasının uygun olduğu görüşündeyiz.

- Çarpan Analizi yapılırken uç değerleri olan çarpanların elenmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Büyüme beklentilerinin ve Peak PV'nin satış projeksiyonlarının fiyat tespitinde kullanılan varsayımlar doğrultusunda gerçekleşmemesi durumunda konsolide değerlemenin etkilenme ihtimali bulunmaktadır.

Sonuç olarak, Europower Enerji için hesaplanan hedef değere %20 halka arz iskontosu uygulanmış ve halka arz için 40,60 TL hedef fiyat belirlenmiştir. Yukarıda belirtmiş olduğumuz görüşler dikkate alınmak kaydıyla makul olduğu görüşündeyiz.

Yasal Uyarı Notu: Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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 bilgiler ve görüşler önceden haber vermeksizin değiştirilebilir. İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. bilgilerin ve ifade edilen görüşlerin doğru, eksiksiz ve güncelleştirilmiş olduğuna dair (açıkça ifade edilmiş veya ima edilmiş) hiçbir beyan ve taahhütte bulunmaz. İçerik kesinlikle mali, hukuki, vergi veya diğer konularda bir tavsiye niteliği taşımadığı gibi, tamamen içeriğe dayalı olarak yatırım yapılmamalı veya karar alınmamalıdır. Herhangi bir yatırım konulu karar almadan önce bir uzmandan görüş alınmalıdır. Sorumluluğun Sınırlandırılması: İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. herhangi bir sınırlandırma olmaksızın, dolaylı, direkt veya bir fiilin sonucu olarak ortaya çıkan zararlar da dâhil olmak üzere her türlü kayıp ve hasarla ilgili sorumluluk kabul etmez.

Çekince: Bu rapor tarafımızca doğruluğu ve güvenilirliği kabul edilmiş kaynaklar kullanılarak hazırlanmış olup yatırımcılara kendi oluşturacakları yatırım kararlarında yardımcı olmayı hedeflemekte ve herhangi bir yatırım aracını alma veya satma yönünde yatırımcıların kararlarını etkilemeyi amaçlamamaktadır. Yatırımcıların verecekleri yatırım kararları ile bu raporda bulunan görüş, bilgi ve veriler arasında bir bağlantı kurulamayacağı gibi, söz konusu kararların neticesinde oluşabilecek yanlışlık veya zararlardan kurum çalışanları ile Ulukartal Holding A.Ş. ve İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

Bu rapordaki her türlü iç ve dış piyasa tablo ve grafikler, bu konularda resmi hizmet veren yetkili üçüncü kişi kurumlardan elde edilmiş olup, İntegral Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından herhangi bir maddi menfaat beklentisi olmaksızın genel anlamda bilgilendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Bu raporda bulunan bilgiler belli bir gelirin sağlanmasına yönelik olarak verilmemektedir.