



Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş.

**Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Hazırlanan
Analist Raporu**



10 Ağustos 2021

İÇİNDEKİLER

1. RAPORUN AMACI	3
2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ	3
3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ	3
3.1. Şirket Faaliyetleri	3
3.1.1. Faaliyet Gösterilen Alanlar	4
3.2. Ortaklık Yapısı	4
4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ	4
4.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)	4
4.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)	5
4.2.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	5
4.2.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	5
5. SONUÇ	6
6. GÖRÜŞ	6

1. RAPORUN AMACI

İşbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128,1 Pay Tebliği 29.maddesine istinaden Meksa Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Meksa Yatırım") tarafından, konsorsiyum lideri aracı kurum Oyak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("Oyak Yatırım"), Girişim Elektrik Sanayi Taahhüt ve Ticaret A.Ş. (kısaca "İhraççı", "Girişim Elektrik" ya da "Şirket") paylarının halka arz kapsamında hazırlanan fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararına halka arz izahnamesini inceleyerek karar vermelidir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Meksa Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

2. PLANLANAN HALKA ARZ HAKKINDA ÖZET BİLGİ

Halka Arz Şekli:	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Çıkarılmış Sermaye :	100.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye:	115.000.000 TL
Halka Arz Tarihleri:	11-12-13 Ağustos 2021
Halka Arz Toplamı (Nominal):	27.000.000 TL (15.000.000 TL Sermaye Artışı, 12.000.000 TL Ortak Satışı)
Ek Satış (Nominal) :	2.000.000 TL
Halka Arz Fiyatı:	17,00 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	459.000.000 TL (Ek Satış hariç) 493.000.000 TL (Ek Satış dahil)
Halka Açıklık oranı:	%23,48 (Ek Satış gerçekleşmesi halinde %25,22)
Borsa Kodu	GESAN.E
İşlem Göreceği Pazar	Yıldız Pazar
Taahhütler	Şirket için 6 ay, Ortaklar için 1 yıllık satmama taahhüdü bulunmaktadır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Ek satışın gerçekleşmesi halinde elde edilecek fonun tamamı kullanılarak, 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

3. ŞİRKET HAKKINDA BİLGİ

İhraççı, 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 itibarıyla kademe kademe kapsamına eklediği, mühendislik hizmetleri, yazılım, anahtar teslim yapım işleri ve bununla beraber üretim faaliyetlerine başlama kararı almış ve Europower Enerji ve Otomasyon Teknoloji Sanayi ve Ticaret A.Ş.'ne ("Europower") %70 oranında iştirak etmiştir. Şirket'in Europower iştiraki 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.

3.1. Şirket Faaliyetleri

Şirket ve iştirakleri 2021 Mart sonu itibari ile 178 beyaz, 582 mavi yaka olmak üzere toplam 760 personeli ile Elektrik ve Enerji sektörlerinde hizmet veren bir Şirket pozisyonundadır. Türkiye-Ankara'da Kazan ve Polatlı ilçesinde ver alan 90.000 m²'lik alan üzerine kurulu 4 aktif fabrikadan oluşan ve yönetim binalarının da yer aldığı kampüs yapısı ile Türkiye operasyonlarını yürütmekte ve bununla birlikte yurtdışı iştirakleri ile 6 ülkede fiilen kurulu şirket olarak varlık göstermektedir. 2020 yıl sonu itibari ile 59'dan fazla ülkede mal veya hizmet tedariki konusunda referans edinmiştir.

Şirket'in faaliyet gösterdiği sektörler Enerji ve Elektrik sektörleri olup, bu sektörlerde kamu kuruluşları ve özel sektör kuruluşları başta olmak üzere son kullanıcıların da dahil olduğu geniş bir müşteri yelpazesine sahiptir. Bu müşteri portföyüne enerji üretim santralleri, enerji iletim ve dağıtım şebekeleri, endüstriyel tesisler, ulaşım

sektörü, son kullanıcı olarak adlandırılan enerji tüketicilerine yönelik ürün, hizmet, tesis kurulumu, mühendislik hizmetleri, test ve devreye alma hizmetleri, işletme ve bakım hizmetleri, bilgi teknolojileri ve yazılım sistemleri kurulumunu gerçekleştirmektedir.

3.1.1. Faaliyet Gösterilen Alanlar

- Anahtar teslim tesis kurulumu – Enerji Üretim Santralleri Tesisi, Elektrik İletimi ve Dağıtım Şebekelerine İlişkin Güç Sistemleri ve Alt Yapı Kurulumu
- Elektrik Üretim, İletim ve Dağıtım Sistemlerinde Kullanılacak Alçal, Orta ve Yüksek Gerilim Ürünlerinin İmalatı
- Mühendislik Hizmetleri, Akredite Test Laboratuvarı, Tip ve Saha Test Hizmetleri, Enerji Tesisleri Devreye Alma ve İşletme/Bakım Hizmetleri
- Elektrik ve Enerji Sektörüne İlişkin Satış ve Pazarlama Hizmetleri ve Müessesillikler Otomasyon, SCADA, Yazılım ve Kontrol Sistemleri

3.2. Ortaklık Yapısı

Şirket'in güncel dolaylı ortaklık yapısı aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Ortak	Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Ek Satış Dahil	
		Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)	Nominal Sermaye (TL)	(%)
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	60,60
Mesut Baz	B	5.000.000	5,00	4.400.000	3,83	4.300.000	37,40
Mehmet Özkan Akman	B	20.000	0,02	20.000	0,02	20.000	0,20
Halka Açık Kısım	B	--	--	27.000.000	23,48	29.000.000	25,22
Toplam	A+B	100.000.00	100	115.000.000	100	115.000.000	100

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu ve İzahnamesi

4. DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda şirket paylarının değerinin tespit edilmesi amacıyla; Gelir Yaklaşımı ve Pazar Yaklaşımı yöntemleri incelenmiştir.

4.1. Gelir Yaklaşımı (İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Yöntemi)

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır.

- Projeksiyonlar Türk Lirası cinsinden yapılmıştır.
- Girişim Elektrik ve Europower için ayrı ayrı hesaplanan İndirgenmiş Nakti Akımları Analizi yönteminde projeksiyonlar, gelecek beş yıllık dönem esas alınarak hesaplanmıştır.
- Ağırlıklı Ortalama Sermaye Oranı "AOSM" (indirgeme oranı) hesaplamasında sermaye maliyeti için;
- Risksiz Faiz Oranı olarak; 10 yıllık hazine tahvilinin (TRT131130T14) bileşik getiri oranındaki değişimler takip edilerek, normalleşme beklentisi ile %15,00 kullanılmıştır.
- Risk Primi olarak; %5,5 oranı kullanılmıştır.
- Beta katsayısı 1 olarak kullanılmıştır.
- Şirket'in 2025 yılı sonrası için nihai büyüme oranı %5 olarak değerlendirilmiştir.

- Kurumlar vergisi, 2021 yılı için %23, 2022 yılı için %21 ve 2023-2025 döneminde ise %18 olarak dikkate alınmıştır. Bu varsayımlarda kurumlar vergisi için mevcut halka arz teşviki de gözetilmiş olup, ilgili oranların ortalaması %20 olmak üzere hesaplamaya dahil edilmiştir.
- Girişim Elektrik ve Europower için projeksiyon dönemi sonrası devam eden büyüme oranı %5 olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Bu varsayımlar doğrultusunda AOSM; Girişim Elektrik için %18,6 ve Europower için ise %18,8 olarak hesaplanmıştır.

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda öngörülen nakit akımlarının bugüne indirgenmesi yöntemi ile bulunan Şirket değeri; Girişim Elektrik için 1.895 milyon TL ve Europower için ise 550,1 milyon TL'dir.

4.2. Pazar Yaklaşımı Yöntemi (Piyasa Çarpanları Analizi)

Piyasa Çarpanları Analizi Yönteminde; Şirketlerin son piyasa değerleri ve 1Ç2021 finansallarıyla yıllıklandırılmış tutarlarla yapılan analizde; yurt içi çarpanlar için Finnet veri programı ve Yurt dışı çarpanlar için ise Refinitiv veri programından elde edilen veriler kullanılmıştır. Piyasa çarpanları analizinde kullanılan çarpanlar;

- FD/FAVÖK - Firma Değeri / Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kâr oranına yer verilmiştir.

Değerleme çalışmasında çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan kullanılmış olup, Pazar Yaklaşımı Yönteminde kullanılan yıllıklandırılmış Şirket verileri aşağıdaki gibidir.

Şirket Verileri(TL) ¹	FAVÖK	Net Kar	Net Finansal Borçluluk
31.03.2020 – 31.03.2021	255.353.564	169.604.303	183.338.111

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

4.2.1. Yurt İçi Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

Şirket faaliyetleri bakımından borsada işlem gören birebir karşılaştırılabilir şirket olmaması sebebiyle BİST'te işlem gören ve faaliyet alanı bakımından benzer enerji ve taahhüt şirketlerine yer verilmiştir. Çarpan analizinde, Borsa İstanbul'un 8 Temmuz 2021 tarihli kapanışı itibarıyla oluşan veriler kullanılmıştır.

Yurt İçi Çarpan Analizi	
Tarih	FD/FAVÖK
08/07/2021	7,6x

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
	FD/FAVÖK
BİST Benzer Şirketler	1.753.463.331
Pay Başına Değer	17,53

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

4.2.2. Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları

Şirket için yapılan yurt dışı çarpan analizinde; Refinitiv verilerine göre hazırlanan karşılaştırılabilir şirketler kümesinde hedef değere 08.07.2021 tarihli çarpanların medyanı ile ulaşılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	
Tarih	FD/FAVÖK
08/07/2021	8,4x

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Karşılaştırılan Pazar ve Sektörler	Piyasa Değerleri (TL)
	FD/FAVÖK
Yurt Dışı Karşılaştırılabilir Şirketler Çarpanları	1.971.503.496

¹ Veriler yıllıklandırılmış olup, Şirket'in Europower'a %70 oranında iştirak etmesi nedeniyle, ilgili veriler iştirak oranında düzeltilerek konsolidasyona tabi tutulmuştur.

Pay Başına Değer	19,72
-------------------------	--------------

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

5. SONUÇ

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Sonuç
İNA	2.279.613.043	%50	1.139.806.522
Yurt İçi Çarpan Analizi	1.753.463.331	%25	438.365.833
Yurt Dışı Çarpan Analizi	1.971.503.496	%25	492.875.874
Toplam		%100	2.071.048.228
Pay Başına Değer			20,71

Halka Arz Öncesi Değer İskonto Hesabı	Taban
Nominal Sermaye	100.000.000
Halka Arz Fiyatı	17,00
Hesaplanan Piyasa Değeri	2.071.048.228
Hedef Piyasa Değeri	1.700.000.000
İskonto Oranı	%17,9

Kaynak: Girişim Elektrik Fiyat Tespit Raporu

Oyak Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda Girişim Elektrik'in Şirket Değeri; İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi ile 2.071.048.228 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket'in 100.000.000-TL olan mevcut çıkarılmış sermayesine göre Şirket'in birim pay değeri 20,71 TL'dir. Bu değer üzerinden uygulanan %17,9 halka arz iskontosu sonrası halka arz birim pay değeri 17,00 TL olarak belirlenmiştir.

6. GÖRÜŞ

- Girişim Elektrik için Oyak Yatırım tarafından hazırlanmış olan Fiyat Tespit Raporu'nun kapsamlı, net ve anlaşılır olduğu görüşündeyiz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları(İNA) Analizi Yöntemi için;
 - İNA analizinde, öngörülen nakit akımlarına ilişkin açıklamaların yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Girişim Elektrik ve iştiraki Europower için farklı projeksiyonların kullanılarak Şirket Değeri'nin tespit edilmesini olumlu buluyoruz.
 - AOSM hesaplamalarında kullanılan değişkenlerin makul olduğu görüşünde olmakla beraber, risksiz faiz oranının görece düşük kaldığı görüşündeyiz.
- Çarpan Analizi Yöntemi için;
 - Analizde kullanılan benzer şirketlerin yeterli ve makul olduğu görüşündeyiz.
 - Çarpanların ortalamasının hesaplanmasında medyan değer kullanımını olumlu buluyoruz.
- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi ve Çarpan Analizi yöntemlerinde hesaplanan şirket değerlerinin eşit ağırlıklandırılmasının makul olduğu görüşündeyiz.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Piyasa Çarpanları Analizi Yöntemi kullanılarak bulunan Şirket Değeri'ne göre bulunan birim pay değerine uygulanan %17,9'luk halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 17,00 TL/birim pay halka arz fiyatının makul olduğu görüşündeyiz.