

EKOS TEKNOLOJİ VE ELEKTRİK A.Ş.

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

14 Kasım 2023

İÇİNDEKİLER

1 HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	.....	1
2 ŞİRKET HAKKINDA BİLGİLER	.....	1
3 FİNANSAL BİLGİLER	.....	3
4 DEĞERLEME	.....	4
5 DEĞERLEME SONUCU	.....	6
6 GÖRÜŞ	.....	7



1. Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı	Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş.
İhraççı Borsa Kodu	EKOS
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	280.000.000 TL
Ek Pay Satışı	-
Toplam Halka Arz Edilecek Pay	60.000.000 Pay
Halka Arz Satış Fiyatı	12,77
Talep Toplama Yöntemi	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Talep Toplama Tarihleri	15-16 Kasım 2023
Halka Arz Büyüklüğü	766.200.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü (Ek satış dahil)	-

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Ortaklık Yapısı

Ortak Adı	Grup	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
		Sermaye (TL)	Sermaye (%)	Sermaye (TL)	Sermaye (%)
Tarık Can Akbaş	A	22.000.000	10,00%	22.000.000	7,90%
	B	88.000.000	40,00%	88.000.000	31,40%
Tunahan Akbaş	A	22.000.000	10,00%	22.000.000	7,90%
	B	88.000.000	40,00%	88.000.000	31,40%
Halka Açık Kısım	B	-	-	60.000.000	21,40%
Toplam	A	44.000.000	20,00%	44.000.000	15,70%
	B	176.000.000	80,00%	236.000.000	84,30%

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

2. Şirket Hakkında Bilgiler

2.1. Faaliyet Konusu

Ekos teknoloji ve elektrik a.ş. elektrik üreticilerinin, şebeke operatörlerinin endüstriyel ve ticari üreticilerin elektrik altyapısı alanlarında üretim ve satış faaliyetlerini yürüten Türkiye merkezli bir teknoloji ve hizmet sağlayıcısıdır.

Şirketin merkezi Balıkesir OSB’de olup, merkez adresi aynı fabrikada bulunmaktadır. Ana fabrikanın yanı sıra, şirketin üretim faaliyetleri Balıkesir’de bulunan Balıkesir 2 fabrikası ve Balıkesir 3 fabrikasında ve 2023 yılında devreye giren Portekiz fabrikasında gerçekleştirilmektedir.

Balıkesir’de bulunan fabrikalardaki ürün grupları arasında özetlenmiştir. 2015 yılında faaliyete geçen ana fabrikada üretilen ürün grupları arasında;

- Orta gerilim hava yalıtımlı hücreler veya gaz yalıtımlı hücreler,
- Sabit ve mobil kompakt trafo merkezleri,
- Metal bölmeli hücreler,
- Orta gerilim gaz yalıtımlı yük ayırıcılar,
- Alçak geilim koruma-kontrol-kumanda ve dağıtım panoları,
- Orta gerilim kesiciler,
- Yüksek gerilim anahtarlama sistemleri bulunmaktadır.

2017 yılında faaliyete başlayan Balıkesir 2 fabrikasında;

- Beton ve saç trafo merkezleri,
- Konteynır birleşik çözüm ürünleri

Üretilirken, aylık 150 beton köşk üretim kapasitesi bulunmaktadır.

2022 yılında faaliyete geçen Balıkesir 3 fabrikasında;

- Orta gerilim ve yüksek gerilim anahtarlama ve kontrol panoları
- Mobil trafo merkezleri üretilmektedir.

2023 3. Çeyrekte faaliyete geçen Portekiz fabrikasında

- Orta gerilim(OG) anahtarlama ekipmanları
- Kumanda-otomasyon panoları imal etmektedir.

Ürün grupları;

- Orta gerilim anahtar ürünleri
 - Metal Mahfazalı Gaz Yalıtımlı Modüler Hücreler
 - Metal Mahfazalı Gaz Yalıtımlı Kompakt Hücreler
 - Metal Bölmeli Hücreler
 - Metal Mahfazalı Hava Yalıtımlı Modüler Hücreler
- Monoblok Transformatör
 - Yer Üstü Beton Köşkler
 - Yarı Gömülü Beton Köşkler
 - Yer Altı Beton Köşkler
 - Ges İnvertor Köşkları
- Koruma Kumanda ve Otomasyon Panoları

Şirketin bir diğer faaliyet alanı enerji sektöründe faaliyet gösteren küresel firmalardan biri olan General Electric firmasının şebeke otomasyonu ve varlık yönetimi alanındaki yazılım ve donanım sistemlerinin Türkiye ve Cezayir pazarları için yürüttüğü distribütörlük hizmetleridir. Bu kapsamda; ticari mal satışlarını trafo önleyici bakım sensör ve yazılımları, otomasyon ürünleri, orta gerilim kapasitörler ve 220kV'a kadar gaz yalıtımı anahtarlama ürünleri (GIS) oluşturmaktadır.

3. Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Karşılaştırmalı Bilanço – Özet

VARLIKLAR - Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2023
Dönen Varlıklar	201,60	362,50	650,50	931,60
Nakit ve Nakit Benzeri	19,20	11,60	34,20	29,20
Finansal Yatırımlar	-	-	0,20	0,30
Ticari Alacaklar	108,70	215,40	342,00	446,20
-İlişkili Taraflardan Ticari alacaklar	-	-	-	7,50
-İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari alacaklar	108,70	215,40	342,00	438,70
Diğer Alacaklar	14,90	6,50	8,00	18,20
-İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar	11,60	1,20	5,70	9,50
-İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar	3,30	5,30	2,30	8,70
Stoklar	40,60	96,60	206,40	322,10
Peşin Ödenmiş Giderler	6,30	17,80	36,70	68,00
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	0,40	0,30	0,30	-
Diğer Dönen Varlıklar	11,50	14,40	22,60	47,60
Duran Varlıklar	57,00	72,80	103,00	117,80
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	3,00	2,90	2,80	2,80
Maddi Duran Varlıklar	45,50	48,60	70,90	81,70
Faaliyet Kiralamasına Konu Varlıklar	1,40	1,70	1,10	4,80
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	4,60	6,00	6,40	6,50
Peşin Ödenmiş Giderler	-	3,80	8,90	8,90
Ertelenmiş Vergi Varlığı	2,50	9,70	12,80	13,10
TOPLAM VARLIKLAR	258,60	435,30	753,50	1.049,50
Kaynaklar - Milyon TL				
Kısa Vadeli Yükümlülükler	95,10	233,90	401,70	628,20
Kısa Vadeli Borçlanmalar	19,40	101,70	115,60	226,40
Ticari Borçlar	59,10	106,70	205,30	316,70
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	0,30	0,60	2,60	4,10
Diğer Borçlar	2,50	8,60	30,30	16,50
-İlişkili Taraflara Diğer Borçlar	-	3,00	-	-
- İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar	2,50	5,60	30,30	16,50
Ertelenmiş Gelirler	6,60	8,20	32,40	45,40
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2,80	2,60	7,30	9,60
Kısa Vadeli Karşılıklar	4,50	5,60	8,20	9,50
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	0,70	1,10	2,10	2,10
-Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	3,80	4,50	6,10	7,40
Uzun Vadeli Yükümlülükler	23,30	44,00	91,00	110,90
Uzun Vadeli Borçlanmalar	19,40	38,90	79,10	99,20
Uzun Vadeli Karşılıklar	0,90	0,90	2,20	1,40
-Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar	0,90	0,90	2,20	1,40
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3,00	4,10	9,70	10,30
ÖZKAYNAKLAR	140,20	157,30	260,80	310,30
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	140,10	157,30	260,70	310,00
Ödenmiş Sermaye	50,00	50,00	50,00	220,00
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler (Giderler)	-0,60	-0,50	-1,40	-0,90
- Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm Kazançları (Kayıpları)	-0,60	-0,50	-1,40	-0,90
Kar veya Zararda Yeniden Sınıflandırılmayacak Birikmiş Diğer Kapsamlı Gelirler veya Giderler	1,90	2,50	10,20	22,30
-Yabancı Para Çevirim Farkları	1,90	2,50	10,20	22,30
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	7,00	7,70	8,90	10,80
Geçmiş Yıllar Karları veya Zararları	71,80	77,10	86,50	21,00
Net Dönem Kar veya Zararı	9,90	20,50	106,50	36,80
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0,05	0,06	0,15	0,31
TOPLAM KAYNAKLAR	259,00	435,00	753,00	1.049,00

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

Tablo 4 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Karşılaştırmalı Gelir Tablosu

Kar ve Zarar Tablosu -Milyon TL	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022	30.06.2022	30.06.2023
Hasılat	149,20	234,70	522,50	97,00	354,10
Satışların Maliyeti(-)	-119,80	-173,00	-341,30	-60,20	-237,40
Brüt Kar	29,40	61,70	181,20	36,80	116,70
Genel Yönetim Giderleri(-)	-13,90	-19,30	-32,90	-14,40	-34,90
Pazarlama Giderleri(-)	-9,70	-14,40	-21,50	-9,20	-23,60
Araştırma ve Geliştirme Giderleri(-)	-0,50	-0,70	-0,80	-0,40	-0,40
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	28,20	76,30	89,60	53,50	112,30
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler(-)	-17,00	-42,00	-48,70	-26,80	-65,30
Faaliyet Karı	16,40	61,60	166,90	39,50	104,70
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	0,00	0,50	0,90	0,40	1,00
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler(-)	-0,10	-0,10	-0,10	0,00	0,00
Finansman Gelir/Gider Öncesi Faaliyet Karı	16,30	62,00	167,80	39,90	105,70
Finansman Gelirleri	6,50	9,10	12,70	7,60	4,70
Finansman Giderleri(-)	-8,30	-52,00	-62,80	-34,70	-64,20
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı/Zararı	14,60	19,10	117,60	12,70	46,20
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-4,70	1,50	-11,10	-1,60	-9,40
Dönem Vergi Gideri	-4,10	-4,60	-8,40	-0,70	-9,30
Ertelenmiş Vergi Geliri/Gideri	-0,70	6,10	-2,70	-1,00	-0,20
Sürdürülen Faaliyetler Dönem Karı/Zararı	9,90	20,50	106,50	11,10	36,80
Dönem Karının/Zararının Dağılımı	9,9	20,5	106,5	11,1	36,8
Kontrol Gücü Olmayan Paylar	0	0	0	0	0
Ana Ortaklık Payları	9,9	20,5	106,5	11,2	36,8
Sürdürülen Faaliyetlerden Pay Başına Kazanç(Zarar)	0,17	0,05	0,48	0,09	0,05

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4. Değerleme

Deniz Yatırım, Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde piyasa yaklaşımı ve gelir yaklaşımı yöntemlerini birlikte kullanmıştır. Nihai değer tespiti aşamasında piyasa yaklaşımı çerçevesinde yurt içi şirket çarpanlarına göre hesaplanan değer ile indirgenmiş Nakit Akımları (İNA) analizine göre tespit edilen değeri sırasıyla %60 ve %40 şeklinde ağırlıklandırılmıştır.

4.1. Piyasa Çarpanları Analizi

Çarpan analizi yöntemine göre EKOS'un şirket değeri hesaplamasında kullanılan finansal veriler için; 30.06.2023" tarihli bilanço verileri ile 01.07.2022 – 30.06.2023 dönemine ilişkin (son 12 ay) gelir tablosu verileri kullanılmışlardır.

4.2. Çarpan Analizi (Pazar Yaklaşımı) Yönteminde Kullanılan Benzer Şirket Çarpanları

Şirket değeri hesaplamasında, Borsa İstanbul'da işlem gören benzer şirketlerin; FD/FAVÖK ve F/K çarpanları incelenmiş ve söz konusu çarpanların medyan değeri kullanılmışlardır.

Çarpan analizinde değerlendirmeye; BİST'te işlem gören şirketler arasından; BİST Sınai Endeksi (XUSIN) kapsamındaki şirketler, BİST'te işlem gören "Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri" ve yurt dışı piyasalarda işlem gören "Seçilmiş Elektrik Ekipman Üreticileri" dahil etmişlerdir.

Benzer şirketlerin FD/FAVÖK ve F/K çarpanları 13.10.2023 kapanış tarihi itibarıyla hesaplanmış, uç değerler dışarıda bırakılarak medyan değerleri kullanılmıştır. Hesaplamalarda; ilgili tarihte söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ile PD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı ise 30,0'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Söz konusu uç değer

seviyeleri; piyasada işlem gören benzer şirketlerin çarpan değerlerinin medyan değerini önemli ölçüde aşan seviyeler dikkate alınarak belirlemişlerdir.

4.3. Yurt İçi Benzer Şirketler: Bist–Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri

Borsa İstanbul'da işlem gören, faaliyetleri, ürünleri ve ilişkili oldukları sektörler itibarıyla EKOS ile yüksek derece benzerlik gösteren; "elektrik ekipmanları üreticileri"ne ilişkin veriler incelendiğinde belirlenen üst sınırı aşması nedeniyle anlamlı medyan değerleri elde edilmemekte ve bu nedenle değerlendirilmede dikkate almamaktadırlar.

4.4. Yurt İçi Benzer Şirketler: BIST-Sınai Endeksi Şirketleri

Çarpan analizi için kullanılan hesaplamalarda; 30.06.2023 itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı 30'dan büyük olan şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.

4.5. Yurt Dışı Benzer Şirketler: Seçilmiş Elektrik Ekipmanları Üreticileri

Hesaplamalarda 13.10.2023 kapanış tarihinde söz konusu şirketlerin açıkladığı en güncel mali tablo itibarıyla son 12 aylık döneme ait FAVÖK ve net kar tutarları negatif olan şirketler ile FD/FAVÖK çarpanı 25,0'ten ve F/K çarpanı 30'dan büyük şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır. Medyan değer FD/FAVÖK 15,3 iken F/K 21,2 olarak hesaplanmıştır.

4.6. Çarpan Analizi Yöntemi Sonucu

EKOS'un 30.06.2023 ve bu dönemde sona eren son 12 aylık döneme ilişkin değerlendirme yöntemleri kapsamında dikkate alınan finansal verileri ile ilgili bölümlerde açıklanan yurt içi ve yurt dışı benzer şirket gruplarının çarpan değerleri ile bunlara göre hesaplanan çarpan analizi yöntemine göre hesapladıkları şirket değeri aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Çarpan analizi yönteminde eşit ağırlıkla dikkate alınan FD/FAVÖK ve F/K çarpanlarına göre şirket değerleri; BIST Sınai Endeksi Şirketlerinin %70,0 Yurt dışı seçilmiş elektrik ekipmanları üreticilerinin ise %30 oranında ağırlıklandırılmasıyla belirlenmiştir. Yurt dışı seçilmiş elektrik ekipmanları üreticilerinin faaliyeti itibarıyla ekos ile yüksek benzerlik gösterdikleri değerlendirilmekle birlikte muhafazakar yaklaşımla BIST Sınai Endeksi şirketlerine yüksek ağırlık vermişlerdir.

Tablo 5 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

EKOS- Özet Finansal Veriler-30.06.2023		Milyon TL	
Son 12 Ay FAVÖK			239,4
Son 12 Ay Net Kar (Ana Ortaklık)			132,1
Net Finansal Borç			296,5
Benzer Şirket Grubu-Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt İçi Sınai Endeksi Şirketleri	70%	11,6x	2.480
Yurt dışı Seçilmiş Elektrik Ürünleri Üreticileri	30%	15,3x	3.368
FD/FAVÖK	100%		2.747
Benzer Şirket Grubu-Milyon TL	Ağırlık	Çarpan	Şirket Değeri
Yurt İçi Sınai Endeksi Şirketleri	70%	11,6x	2.009
Yurt dışı Seçilmiş Elektrik Ürünleri Üreticileri	30%	15,3x	2.796
FD/FAVÖK	100%		2.245
Çarpan Analizi Yöntemi-Sonuç-Milyon TL	Ağırlık		Şirket Değeri
FD/FAVÖK	50%		2.747
F/K	50%		2.245
Çarpan Analizi Yöntemi-Milyon TL	100%		2.496

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

4.7. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Deniz Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İNA analizinde uygulanan varsayımlar aşağıdaki gibidir:

- ✓ Şirketin faaliyet gösterdiği sektör ve alım-satım sözleşmeleri çerçevesinde gelir ve gider kalemlerinin fiyatlamalarının yüksek ağırlıklı olarak ABD doları cinsinden olması nedeniyle indirgenmiş nakit akımları analizinde baz alınan projeksiyonlar ve bunlara göre hesaplanan değerler ABD doları cinsindedir.
- ✓ Şirket toplam net satışlarının ağırlık bölümünü yüksek mühendislik bilgisi ve ticari tecrübeye sahip olduğu orta gerilim anahtarlama ürünleri oluşturmaktadır. Söz konusu ürün grubunun toplam satışlardaki payı 2021,2022 ve 2023 yılının ilk yarısı itibariyle %50 seviyelerindedir.
- ✓ Şirket hasılatını 2024-2028 arasında sırasıyla %72; %41,4; %22; %7,1; %3,7 ve 2029-2032 aralığında %1,7 oranında artırması varsayılmıştır.
- ✓ Şirketin 2023/2Y-2032 dönemine ait satış projeksiyonlarını bütçe takibi ile uyumlu olarak dolar cinsinden oluşturmuşlardır.
- ✓ Ürünlerin geçmiş dönem birim fiyatları ile mevcut sözleşmeler/tekliflerde yer alan güncel baz kabul edilerek 2023/2Y ve 2024 dönemlerine ilişkin fiyat beklentileri oluşturulmuştur. 2024 yılını takip eden dönemlerde ise fiyat artışları ağırlıklı olarak ilgili dönemlerde beklenen Amerikan doları enflasyonu (2025: %2,1 izleyen yıllar %2) düzeyinde artırılmıştır. Bununla birlikte muhafazakar yaklaşımla şirketin üretimine yeni başlayacağı ve 2025 yılından itibaren satış projeksiyonu yapılan enerji depolama ürünleri için projeksiyon dönemi boyunca fiyat artışı olmayacağı varsayılmıştır.
- ✓ Ortalama gerilim anahtarlama ürünlerinin 2024-2026 döneminde yeni yatırımların ve çapraz satışların hacmine etkisi dikkate alınırken, 2027 yılından itibaren satış miktarının değişmeyeceği varsayılmıştır. Fiyat değişimlerinin ise ABD doları enflasyonu seviyesinde olacağı varsayılmıştır.
- ✓ Monoblok transformatör merkezleri Türkiye'de hızla artan GES projelerine uygun olarak üretilecek beton köşelerin de büyümeye katkı sağlaması öngörülmektedir. Bununla birlikte projeksiyonlar da, 2026 yılı ve sonrası için miktar büyümesi öngörülmemiş, fiyat artışlarının ise ABD doları enflasyonu seviyesinde olacağı varsayılmıştır.
- ✓ Şirket, mevcut durum itibarıyla koruma kumanda ve otomasyon panolarını ana fabrika

ve Balıkesir 3 fabrikasında üretmektedir. Bu ürünlerin fiyat artışları ise projeksiyon dönemi boyunca ABD doları enflasyonu seviyesinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.

- ✓ Şirket, 2024 yılında üretiminin tamamını yurt içi pazara yönlendirmeyi, 2025 yılında devreye girecek ilave kapasite ile birlikte yurt dışı pazarlarda da satış yapmayı hedeflemektedir. 2027 yılından itibaren ise yurt içi-yurt dışı satışların yakın düzeylerde oluşacağı varsayılmaktadır. Ürün tipi kaynaklı fiyat değişikliklerinin etkileri dışında, projeksiyon dönemi boyunca fiyat artışlarının ABD doları enflasyonu düzeyinde gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- ✓ Üretim giderleri, yeni yatırımların verimlilik ve ölçek katkısı sınırlı düzeyde dikkate alınarak, şirketin güncel verileri ve geçmiş dönem gerçekleştirmeleri ile takip ettiği ürün bazlı brüt karlılık oranları ile uyumlu olarak projeksiyon dönemi boyunca net satışların %60'ı olarak varsayılmıştır.
- ✓ Personel maliyetleri TL bazlıdır. Öngörülerde 2023 ilk yarı gerçekleştirmeleri baz kabul edilerek, 2023 yılının ikinci yarısı için TL cinsinden %60 artış yapılmış ve USD karşılığı hesaplanmıştır. 2024 ve sonraki yıllarda ise yeni yatırımlarla artacak çalışan sayısı ile birlikte Amerikan doları enflasyonu ve bunun üzerinden hesaplanan %15 ek refah payı artışı gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- ✓ Brüt kar marjı projeksiyon dönemi itibarıyla ortalama %35,6 olarak hesaplanmıştır.
- ✓ Genel yönetim giderleri ağırlıklı olarak beyaz yaka personele ödenen ücretlerden meydana gelmektedir ve TL bazlıdır. Söz konusu gidere ilişkin öngörülerde 2023 ilk yarı gerçekleştirmeleri baz kabul edilerek, 2023 ikinci yarısı için TL cinsinden %60 artış yapılmış ve dolar karşılığı hesaplanmıştır. 2024 ve sonraki yıllarda ise yeni yatırımlarla artacak çalışan sayısı ile birlikte ABD doları enflasyonu ve bunun üzerinden hesaplanan %15 ek refah payı artışı gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- ✓ Şirketin 2020-2021-2022 ve 2023/06 dönemlerinde sırasıyla %13,5; %28,1; %32,9 ve %30,9 seviyelerinde seyreden FAVÖK marjlarının 2023 ikinci yarısında %21,8 ve bu itibarla 2023'ün tamamında %25,8 olarak gerçekleşeceği, 2024 ve sonrasında ise %25,2-%27,0 aralığında seyredeceği öngörülmüştür. Söz konusu marjlar; şirketin daha yüksek seviyede olan geçmiş dönem marjları, yeni yatırımları ile yaratacağı potansiyel ve ölçek ekonomisi dikkate alındığında oldukça muhafazakar seviyede gerçekleşeceği varsayılmıştır.
- ✓ Şirketin 2022 ve 2023/06 itibarıyla %80-%20 olan yurt içi- yurt dışı dengesinin üretim kapasitesinin artırılması ve ürün gamına eklenecek yeni ürünlerle birlikte kademeli olarak değişerek %58-%42 yurt içi- yurt dışı dengesine ulaşacağı varsayılmıştır.
- ✓ Risksiz getiri, risk primi ve beta ile hesapladıkları sermaye maliyeti %14,37 olarak hesaplanmıştır.
- ✓ Şirketin güncel durum itibarıyla döviz bazlı olarak %7 seviyelerinde borçlanabilmektedir. Muhafazakar yaklaşımla borçlanma faizi %9 ve kurumlar vergisi oranı, imalatçı-ihracatçı indirimleri dikkate alınarak %22,9 olarak kullanmıştır. Buna göre şirketin vergi sonrası borçlanma maliyeti %6,94 olarak hesaplanmıştır.
- ✓ Özkaynak-finansal borç ağırlıkları sırasıyla %48 ve %52'dir. Söz konusu oranların gelecek dönemlerde de devam edeceği öngörüsü ile sermaye maliyeti ve borçlanma maliyeti mevcut özkaynak-finansal borç oranlarına göre ağırlıklandırılarak; ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti %10,48 olarak hesaplanmıştır.
- ✓ Şirketin bulunduğu sektör ve ürettiği ürünlerin niteliği dikkate alındığında 2032 ve sonrasında nakit akışlarının asgari Amerikan doları enflasyonu kadar artması beklentilerine karşın, indirgenmiş nakit akımları analizi kapsamında projeksiyonların son dönemi olan 2032'de enflasyon beklentisi %2 iken muhafazakar yaklaşımla serbest nakit akımları büyümesi %1 olarak varsayılmıştır.

Tablo 6 – Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İNA Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Şirket Değer Hesaplaması	Milyon USD
2023/2Y-2032 Dönemi SNA 30.06.2023 Değeri (1)	72,8
Projeksiyon Dönemi Sonunda Devam Eden (Sonsuz) Değer 31.12.2032	296,2
Devam Eden (Sonsuz) Değerin 30.06.2032 Değeri (2)	114,8
Firma Değeri (1+2) 30.06.2023	187,60%
Net Finansal Borç (3)	11,5
Şirket Değeri - 30.06.2023 (1+2-3)	176,1
Şirket Değeri - Rapor Tarihi (13.10.2023)*	181,3
13.10.2023 USD/TRY	27,79
Şirket Değeri - Rapor Tarihi (13.10.2023) Milyon TL	5.038
AOSM dikkate alınarak, 30.06.2023 tarihi itibarıyla hesaplanan şirket değerinin rapor tarihindeki değeri hesaplanmıştır.	

5. Değerleme Sonucu

Deniz Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, indirgenmiş nakit akımları analizi ve çarpan analizi kullanılarak şirket değeri tespit edilmiştir. **Bu analiz sonucunda Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 3.513.000.000 TL olup hisse başı fiyatı 15,97 TL hesaplanmaktadır.** Tespit edilen değere %20 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 12,77 TL olarak belirlenmiştir.

Tablo 7 –: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. Değerleme Sonuç Tablosu

Değerleme Yöntemi	Şirket Değeri (Milyon TL)	Ağırlık	Brim Pay Değeri - TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	5.038	40,00%	22,9
Çarpan Analiziz - Yurt İçi Benzer	2.496	60,00%	11,35
FD/FAVÖK	2.747	50,00%	12,48
F/K	2.245	50,00%	10,21%
Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	3.513	100,00%	15,97
Halka Arz İskontosu	20%		
Halka Arz Şirket Değeri	2.809		12,77

Kaynak: Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. İzahname ve Fiyat Tespit Raporu

6. Görüş

- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda, Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. ve sektör hakkında verilen bilgilerin kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- ✓ Değerleme yöntemi olarak piyasa çarpanların ve indirgenmiş nakit akımları analizlerinin birlikte kullanılmış olmasını değerinde daha sağlıklı tespit edilmesine katkı sağladığı görüşünderiz. Ayrıca yurt içi şirket çarpanları ile indirgenmiş nakit akımları analizinin nihai değer tespitinde sırasıyla %60 ve %40 olarak ağırlıklandırılmış olmasını makul buluyoruz.
- ✓ Piyasa çarpanları analizi kapsamında yurt içi çarpanların kullanılmış olmasına karşın, yurt dışı çarpanların da incelenerek raporda yer verilmiş olmasının açıklayıcı olduğu görüşünderiz.

- ✓ Piyasa çarpanları tarafında F/K ve FD/FAVÖK çarpanlarının birlikte kullanılmasını ve eşit ağırlıklandırılmış olmasının makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ İndirgenmiş nakit akımları kapsamında kullanılan varsayım ve tahminler ile bunlara yönelik yapılan açıklamaların anlaşılır ve makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Ekos Teknoloji ve Elektrik A.Ş. için 12,77 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**



Yasal Çekinceler

Burada yer alan bilgiler INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, SPK tarafından yetkilendirilmiş yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak sözleşme imzalanmak suretiyle kişiye özel olarak sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise genel nitelikte olup tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Tüm veriler, INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan veya zararlardan kurum çalışanları ile INVESTAZ Yatırım Menkul Değerler A.Ş. Sorumlu değildir.