



**Europower Enerji ve Otomasyon
Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş.
Fiyat Tespit Raporu Analizi**

12 Nisan 2023

Önemli Not: İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Ahlatcı Yatırım A.Ş. Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. paylarının halka arzı kapsamında Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin hazırladığı fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı Ahlatcı Yatırım Menkul Değerler A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

Halka Arza İlişkin Bilgiler

Halka Arz Fiyatı	40,60 TL
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	175.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	220.000.000 TL
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal	50.000.000 TL
Sermaye Artırımı	45.000.000 TL
Ortak Satışı	5.000.000 TL
Halka Arz Büyüklüğü	2.030.000.000 TL
Halka Açıklık oranı	22,73%
Ek satış	10.000.000 TL
Ek satış sonrası Halka Açıklık Oranı	22,27%
Halka Arz Miktarı Toplam Nominal (Ek Satış Dâhil)	60.000.000 TL
Talep Toplama Tarihleri	12.04.2023-14.04.2023

Şirket'in Faaliyetleri

Europower, sektörde farklı standartlara uygun Alçak Gerilim, Orta Gerilim ve Yüksek Gerilim (AG, OG ve YG) ekipmanı ve malzemeleri üreten bir şirket olup Ar- ge merkeziyle de yeni ürünlerin tasarlanması, geliştirilmesi ve üretimi konusunda faaliyet g. Şirket, ürettiği bu elektriksel ve elektromekanik 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.

Europower Enerji'nin ürettiği ürün, hizmet ve çözümlerin özet listesi aşağıda sunulmaktadır.

YG Ürünler:

Elektrik iletim şebekesi işleticileri veya yüksek gerilim trafo merkezi kurulan yüksek güçlü elektrik üretim şirketleri bu alanda ana müşterilerdir.

- YG ayırıcılar
- YG Kesiciler

OG Ürünler:

Elektrik dağıtım şirketleri, tüm endüstriyel tesisler, konutlar, büyüklü küçüklü tüm ticari işletme ve kompleksler, elektrik üretim şirketleri, elektrik iletim şirketleri, organize sanayi bölgeleri bu alanda ana müşterilerdir.

- OG Metal clad, Metall muhafazalı hava yalıtımlı ve gaz yalıtımlı hücreler,
- OG hücreler için SF6 gaz yalıtımlı kesiciler, ayırıcılar ve yük ayırıcılar,
- OG direk tipi ayırıcılar ve yük ayırıcılar,
- Monoblock beton tip köşkler, trafo merkezleri ve invertör istasyonları,
- Metalik ve sandviç panel tip köşkler, trafo merkezleri ve invertör istasyonları,
- Demiryolu katener sistemleri için ayırıcı ve yük ayırıcılar,
- YG- OG- AG kompanzasyon (Power Factor Correction) sistemleri, kapasitor bankları,
- Monoblock beton ve metalik tip kompanzasyon (PFC) sistemleri,
- Mobil kompanzasyon (PFC) sistemleri; YG- OG- AG,

AG Ürünler:

Elektrik dağıtım şirketleri, tüm endüstriyel tesisler, konutlar, büyüklü küçüklü tüm ticari işletme ve kompleksler, elektrik üretim şirketleri, elektrik iletim şirketleri, organize sanayi bölgeleri bu alanda ana müşterilerdir.

- Form4b'ye kadar her tipte, çekmeceli panolar dahil, alçak gerilim pano ve sistemleri; saha dağıtım/ toplama panoları, alternatif akım (AC) ve doğru akım (DC) panoları, motor kontrol merkezi (MCC) panoları,
- Otomasyon ve SCADA (Supervisory Control and Data Acquisition olarak adlandırılan Denetleyici Kontrol ve Veri Toplama Sistemi) panoları, röle panoları, kumanda ve kontrol panoları,

Transformatör:

Elektrik dağıtım şirketleri, tüm endüstriyel tesisler, konutlar, büyüklü küçüklü tüm ticari işletme ve kompleksler, elektrik üretim şirketleri, elektrik iletim şirketleri, organize sanayi bölgeleri bu alanda ana müşterilerdir.

- 66 kV gerilim seviyesi ve 31,5 MVA güç seviyesine kadar transformatörler,

SunJunior:

Mesken ve 40 kW ve altı elektrik tüketen küçük işletmeler bu ürünün ana müşterileridir.

- Mesken ve küçük işletmeler için hibrid ve akü depolama sistemli paket güneş enerjisi sistemleri,

Ortaklık Yapısı

		Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası Ek Satış Hariç		Halka Arz Sonrası Ek Satış Dahil	
Ortağın Adı	Pay Grubu	Tutarı (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)	Tutar (TL)	Oran (%)
Girişim Elektrik San.Taah. ve Tic. AŞ.	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	A	7.000.000	4,00%	7.000.000	3,18%	7.000.000	3,18%
Harmanlı	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%	9.115.000	4,14%	9.775.000	4,44%
Ramin 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	B			50.000.000	22,73%	60.000.000	27,27%
TOPLAM		175.000.000	100,00%	220.000.000	100,00%	220.000.000	100,00%

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirinin Kullanımı

Şirket sermaye artırımını ile ihraç edilecek olan yeni paylarının halka arz edilmesi sonucunda halka arz masrafları çıkarılmasından sonra elde edilecek gelirin kullanım yerleri aşağıda gösterilmektedir.

Kullanım Alanı	Kullanım Yüzdesi
Ar -ge ve Ür -ge 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, ekipman, taşıt alım ve yenilemeleri	25 – 35%
Finansman ve kısa vadeli borç ödemelerinde kullanılması	10 – 20%
İşletme sermayesi olarak değerlendirilmesi	25 – 40%

Değerleme Özeti

Değerleme Özeti- TL	Şirket Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Şirket Piyasa Değeri (TL)
İndirgenmiş Nakit Akımları	6.134.448.677	50%	3.067.224.339
Benzer Şirket Çarpanları	6.919.031.447	50%	3.459.515.724
Europower Solo Piyasa Değeri (TL)			6.526.740.062

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)
Europower Solo Piyasa Değeri	6.526.740.062
Peak PV'nin %60 oranında Piyasa Değeri	2.355.019.397
Europower konsolide Piyasa Değeri	8.881.759.459
Europower Ödenmiş Sermayesi	175.000.000
Europower Pay Başına Değer (TL)	50,75
Halka Arz İskontosu (%)	20%
Europower Halka Arz İskontolu Pay Başına Değer (TL)	40,6

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

FİNANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

VARLIKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Dönen Varlıklar	160.746.690	405.470.126	1.299.030.514
Nakit ve Nakit Benzerleri	8.246.102	16.893.882	69.781.489
Finansal Yatırımlar		143.843	808.450
Ticari Alacaklar	87.561.829	161.751.083	445.670.882
İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar	49.585.156	67.335.490	132.356.890
İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar	37.976.673	94.415.593	313.313.992
Diğer Alacaklar	768.528	2.910.114	50.061.405
İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar			37.487.589
İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar		2.910.114	12.573.816
Devam Eden İnşaat Taahhüt veya Hizmet Söz. Alacaklar		48.710.559	501.447.681
Stoklar	58.627.890	124.447.950	157.677.710
Peşin Ödenmiş Giderler	5.540.671	48.821.157	65.470.592
Cari Dönem Vergisiyle İlgili Varlıklar	1.670		
Diğer Dönen Varlıklar		1.791.538	8.112.305
Duran Varlıklar	77.256.125	196.563.526	546.390.748
Finansal Yatırımlar	135.973	135.973	391.973
Ticari Alacaklar	36.023.667		
Diğer Alacaklar	7.465	35.813	35.813
Maddi Duran Varlıklar	30.155.576	174.927.830	444.228.313
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	7.542.949	20.175.129	81.399.700
Peşin Ödenmiş Giderler			7.128.685
Ertelenmiş Vergi Varlığı	3.390.495		
Diğer Duran Varlıklar		1.288.781	13.206.264
Toplam Varlıklar	238.002.815	602.033.652	1.845.421.262

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

KAYNAKLAR	31.12.2020	31.12.2021	31.12.2022
Kısa Vadeli Yükümlülükler	122.903.577	306.922.010	804.388.233
Kısa Vadeli Borçlanmalar	31.276.628	52.852.263	106.738.788
Banka Kredileri	31.225.490	52.660.832	106.530.577
Diğer Kısa Vadeli Borçlanmalar	51.138	191.431	208.211
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	24.897.255	4.611.487	34.906.101
Ticari Borçlar	45.614.007	212.486.123	459.716.735
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	8.831.349	8.987.834	21.641.539
Diğer Borçlar	29.332	65.517	323.178
Ertelenmiş Gelirler	11.625.483	21.412.576	158.980.870
Dönem Kârı Vergi Yükümlülüğü		4.928.234	17.822.165
Kısa Vadeli Karşılıklar	629.623	1.577.976	4.258.857
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	447.556	893.909	2.417.890
Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar	182.067	684.067	1.840.967
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.248.459	28.868.886	192.202.044
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.959.458	363.464	86.644.967
Banka Kredileri	4.959.458	363.464	86.644.967
Uzun Vadeli Karşılıklar	1.948.434	11.982.873	21.021.867
Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Karşılıklar	1.948.434	11.982.873	21.021.867
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	3.340.567	16.522.549	84.535.210
Özkaynaklar	104.850.779	266.242.756	848.830.985
Ödenmiş Sermaye	35.000.000	35.000.000	175.000.000
Kâr veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğer Kap. Gel. veya Gid.	12.544.689	69.514.678	276.330.846
Maddi Duran Varlık Değerleme Artışları	13.622.751	74.468.203	280.099.828
Tan.Fay.Plan. Yeniden Ölçüm Kazanç/Kayıpları	-1.078.062	-4.953.525	-3.768.982
Kârdan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	1.825.559	4.542.318	7.400.670
Geçmiş Yıllar Kâr/(Zararları)	5.758.164	52.763.772	14.327.408
Net Dönem Kârı/(Zararı)	49.722.367	104.421.988	375.772.061
Toplam Kaynaklar	238.002.815	602.033.652	1.845.421.262

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

FINANSAL BİLGİLER

Şirket'in 31.12.2020, 31.12.2021 ve 31.12.2022 dönemlerine ilişkin bağımsız denetimden geçmiş finansal bilgileri aşağıdadır.

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/(Zarar)	91.921.000	164.416.427	574.083.986
Genel Yönetim Giderleri (-)	-14.527.625	-25.154.912	-54.952.887
Pazarlama Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-139.440	-1.213.412	-20.736.536
Ar-GE Giderleri (-)	-1.995.179	-8.869.552	-21.663.985
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	8.316.062	45.217.519	140.478.051
Esas Faal. Diğer Giderler (-)	-10.416.951	-33.011.844	-139.092.132
Esas Faaliyet Karı/(Zararı)	73.157.867	141.384.226	478.116.497
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	-	-	624.727
TFRS 9 Uyarınca Belirlenen Değ. Düş. Kazançları (Zararları) ve Değ. Düş.	-745.208	154.675	-763.605
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Karı (Zararı)	72.412.659	141.538.901	477.977.619
Finansman Gelirleri/Giderleri (-)	-11.279.476	-25.705.547	-35.510.320
Vergi Öncesi Kar/(Zarar)	61.133.183	115.833.354	442.467.299
Vergi Gelir/(Gideri)	-11.410.816	-11.411.366	-66.695.238
Dönemin Vergi Gideri	-13.791.726	-7.460.405	-35.762.162
Ertelenmiş Vergi Geliri/(Gideri)	2.380.910	-3.950.961	-30.933.076
Dönem Net Karı/(Zararı)	49.722.367	104.421.988	375.772.061

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİLER

Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda Şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında Şirket'in pay başına değerinin belirlenebilmesi amacıyla aşağıda belirtilen değerlendirme yöntemleri incelenmiştir.

- **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
- **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Çarpan Analizi

- Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. halka arz fiyatının belirlenmesinde yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri/FAVÖK ve F /K çarpanları kullanılmış olup, Firma Değeri/FAVÖK çarpanı için 20 üssü, F / K çarpanı için ise 25 üssü değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup, değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- Değerleme Çalışmasında yurt içi benzer şirketler analizinde payları BIST 'de işlem gören şirketler arasında, Europower gibi enerji sektörüne yönelik imalat ve hizmet faaliyetlerinde bulunan şirketler seçilmiş olup, uluslararası benzer şirket seçiminde ise Europower' a kıyasla çok daha büyük veya çok daha küçük şirketler değerlendirme dışı bırakılmıştır.
- FD/ FAVÖK ve F /K çarpanları kullanılarak hesaplanan Şirket piyasa değerlerine yurt içi ve yurt dışı benzer şirketlerden gelen değerlere eşit ağırlık verilmiş olup, FD/ FAVÖK çarpanı ile hesaplanan Şirket piyasa değeri 6.853.562.845 TL, F/K çarpanı ile hesaplanan Şirket piyasa değeri 6.984.500.049 TL 'dir.

FD /FAVÖK Çarpanı Yöntemi	Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler FD/FAVÖK	6.327.889.630	50%	3.163.944.815
Yurtdışı Benzer Şirketler FD/FAVÖK	7.379.236.060	50%	3.689.618.030
FD /FAVÖK çarpanı ile Hesaplanan Şirket PD			6.853.562.845

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

F / K Çarpanı Yöntemi	Hesaplanan Piyasa Değeri (TL)	Ağırlık	Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri (TL)
Yurtiçi Benzer Şirketler F/K Çarpanı	5.765.610.345	50%	2.882.805.173
Yurtdışı Benzer Şirketler F/K Çarpanı	8.203.389.753	50%	4.101.694.877
F /K çarpanı ile Hesaplanan Şirket PD			6.984.500.049

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. pay başına değeri tespitinde İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (İNA) Yöntemi kullanılmış olup, 2023-2027 dönemleri esas alınarak Şirket özsermaye değeri hesaplanmıştır. Şirket için projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan AOSM değerleri aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. İNA analizinde Europower için solo Şirket piyasa değeri hesaplanmış olup, Şirket'in Peak PV'de %60 sermayesine sahip olduğu için Peak PV için hesaplanan Şirket değerinin %60 'ı Europower piyasa değerine eklenmiştir.

Europower AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	16,31%
Piyasa Risk Primi	6,0%
İşletme Risk Primi	1,0%
Beta	1,0%
Sermaye Maliyeti	23,31%
Borç Maliyeti	20,0%
Özsermaye Oranı	70,0%
Borç Oranı	30,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	21,12%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Peak PV AOSM	
Risksiz Faiz Oranı	16,31%
Piyasa Risk Primi	6,0%
İşletme Risk Primi	1,0%
Beta	1,0%
Sermaye Maliyeti	23,31%
Borç Maliyeti	24,0%
Özsermaye Oranı	70,0%
Borç Oranı	30,0%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	22,08%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Europower İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	mTL
İNA Toplamı	2.227
Terminal Büyüme Oranı	5%
Terminal Değer	10.222
Firma Değeri	6.293
Net Borç (31.12.2022)	158
Özsermaye Değeri	6.134

Peak PV İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi Sonucu	mTL
İNA Toplamı	1.503
Terminal Büyüme Oranı	5%
Terminal Değer	6.327
Firma Değeri	3.925
Net Borç (31.12.2022)	0
Özsermaye Değeri	3.925

SONUÇ

Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. için yapılan değerlendirme çalışmasında Piyasa Çarpanları Yöntemine %50, İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) Yöntemine %50 ağırlık verilmiş olup, Europower Solo piyasa değeri 6.526 mn TL olarak hesaplanmıştır. Peak PV'nin %60 oranında hesaplanan piyasa değeri Şirket'in piyasa değeri eklenmiş olup, Europower için hesaplanan konsolide piyasa değeri 8.881 mn TL'dir. Şirket'in halka arz iskontosu öncesi birim pay değeri 50,75 TL olup, %20 halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanmış halka arz iskontolu birim pay değeri 40,6 TL'dir.

Değerleme Yöntemi	Piyasa Değeri (TL)
Europower Solo Piyasa Değeri	6.526.740.062
Peak PV'nin %60 oranında Piyasa Değeri	2.355.019.397
Europower konsolide Piyasa Değeri	8.881.759.459
Europower Pay Başına Değer (TL)	50,75
Halka Arz İskontosu (%)	20%
Europower Halka Arz İskontolu Pay Başına Değer (TL)	40,6

GÖRÜŞ

- Europower Enerji ve Otomasyon Teknolojileri Sanayi Ticaret A.Ş. için Ak Yatırım Menkul Değerler tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda, şirket hakkındaki tanıtıcı bilgilere ve şirket faaliyetlerine yönelik açıklamalara anlaşılır bir şekilde yer verildiğini düşünüyoruz. İlgili raporda kullanılan değerlendirme yöntemlerinin açıklamalarına da detaylı şekilde yer verilmiştir.
- Fiyat tespiti amacıyla yapılan değerlendirme çalışmasında "İndirgenmiş Nakit Akımları" ve "Piyasa Çarpanları Yöntemi" incelenmiştir. Piyasa Çarpanları Yönteminde yurt içi benzer ve yurt dışı benzer şirketlerin FD / FAVÖK ve F / K çarpanları kullanılmış olup, değerlendirme sonucunda eşit ağırlık verilmiştir. Kullanılan değerlendirme yöntemleri net ve anlaşılır bir şekilde açıklanmıştır.
- Değerlemeyi olumsuz yönde etkilememesi adına Şirket değerine yaklaşan değerlerin esas alınmasını, uluslararası benzer şirket seçiminde aktif büyüklüğü baz alınarak filtrelendirme yapılmasını makul buluyoruz. İlave ten yurt içi benzer faaliyet gösteren şirketlerin Firma Değeri / FAVÖK çarpanı için 20 üssü, F / K çarpanı için ise 25 üssü değerler uç değer olarak kabul edilmiş olup, değerlendirme dışı bırakılması makul buluyoruz.
- İNA analiziyle bulunan Europower solo özsermaye değeri 6.526 mn TL olup, Şirket'in Peak PV'de %60 sermayesine sahip olduğu için Peak PV için hesaplanan Şirket değerinin %60 'ı Europower piyasa değerine eklenmiştir. Şirket'in konsolide halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 8.881 mn TL olarak hesaplanmış olup, Şirket'in 2023 – 2027 projeksiyon döneminde varsayılmış olan satış rakamlarına ulaşamaması durumunda farklı bir Şirket piyasa değerine ulaşılabilceği göz önünde bulundurulmalıdır.
- Şirket için Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından Piyasa Yaklaşımı ve İndirgenmiş Nakit Akımları Yaklaşımı ile hesaplanan halka arz iskontosu öncesi piyasa değeri 8.881 mn TL, pay başı değer 50,75 TL'dir.
- Yukarıdaki değerlendirmelerle birlikte kullanılan değerlendirme yöntemleri sonucu bulunan değere %20 halka arz iskontosu uygulanmıştır. Uygulanan iskonto oranını ve bu iskonto hesaplamasıyla bulunan 40,6 TL pay başına halka arz fiyatının bahsettiğimiz çekinceleri belirtmekle birlikte makul olduğunu düşünüyoruz.