

Her Şey Girişim İle Başlar

Girişim Elektrik'i %113 getiri potansiyeli ile hisse başına 99,00 TL hedef fiyat ve "endeks üzeri getiri" önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

1999 yılında kurulan Girişim Elektrik, enerji altyapı sektöründe Türkiye'nin değerli EPC şirketlerinden biri olarak konumlanmıştır. Yıllar içerisinde trafo merkezleri, iletim hatları ve yenilenebilir enerji kurulumlarında uzmanlaşmış; özellikle TEİAŞ ile yürüttüğü projelerde önemli bir referans oluşturması sayesinde kamu kurumlarıyla istikrarlı bir iş geçmişine sahip olmuştur. **Şirketin %80'lik ihale kazanma oranı ve 80'i aşkın ülkedeki deneyimi**, operasyonel güvenilirliğini açıkça ortaya koymaktadır.

Girişim'in Europower Enerji üzerinden şekillenen **dikey entegre yapısı**, grubun enerji altyapı projelerini büyük ölçüde kendi kaynaklarıyla tasarlayıp üretmesine ve teslim etmesine olanak sağlamaktadır. Bu yapı, maliyetleri avantajlı hale getirmesine ek olarak proje teslim sürelerini hızlandırmakta; uzun vadede fiyatlama gücünü artırarak Girişim'i sektörde bağımsız ve uçtan uca hizmet sunabilen bir oyuncu haline getirmektedir.

Finansal açıdan şirket, **son beş yılda ortalama %40 seviyesinde güçlü bir sermaye kârlılığı (ROIC)** elde etmiş ve bu büyüme döneminde **net borç / FAVÖK oranını 0,7'nin altında** tutmayı başarmıştır. **2020–2024 arası dönemde gelirlerini %36 bileşik yıllık büyüme oranı (CAGR)** ile artıran şirketin, önümüzdeki üç yılda da yeni yatırımlar sayesinde gelirlerini istikrarlı şekilde büyütme devam etmesi beklenmektedir. Özellikle küresel trafo talebi ve Türkiye'nin yeşil ekonomiye geçiş sürecinde yenilikçi enerji dönüşümü hedefleriyle birlikte büyümenin devam etmesini öngörüyoruz.

GESAN, son bir yılda BIST 100 endeksinin %1,3 oranında üzerinde performans göstermiştir. Dolar bazlı ileriye yönelik F/K ve FD/FAVÖK değerlendirmemize göre **şirket küresel benzerlerine göre ortalama %75 iskonto** ile işlem görmektedir.

Şirketin dikkat edilmesi gereken bazı önemli risk faktörleri bulunmaktadır. Girişim Elektrik'in EPC iş modeli kaynaklı yüksek net işletme sermayesi ihtiyacı, güçlü kârlılığa rağmen operasyonel nakit akışını sınırlamaktadır. Şirketin emtia fiyatları ve döviz kurlarındaki oynaklığa karşı hassasiyeti, özellikle düşük hedge edilen TL bazlı sözleşmelerde kârlılık üzerinde baskı oluşturabilir. Ayrıca, kamu ihalelerinde yaşanabilecek gecikmeler veya mevzuat değişiklikleri proje akışını ve gelir büyümesini olumsuz etkileyebilir.

GESAN, güçlü finansalları, sektördeki öncü konumu ve operasyonel yürütme yetkinlikleriyle öne çıkmasına rağmen BIST 100 endeksi içerisinde en yüksek iskontoyla işlem gören şirketlerden biri konumundadır. Bu durum, yatırımcılara büyüme, kârlılık ve değerlendirme açısından cazip bir görünüm sunmaktadır.

Girişim Elektrik

113% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	GESAN TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	46.50
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	99.00
Getiri Potansiyeli	113%
Fiili Dolaşım Oranı	30.79%
Piyasa değeri, milyon TL	21,390
Piyasa değeri, milyon ABD doları	535
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.22%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.16%
Yabancı Yatırımcı Oranı	9.35%
Emeklilik Fonları Oranı	1.99%
Yatırım Fonları Oranı	7.63%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 15/07/2025 itibarıyla

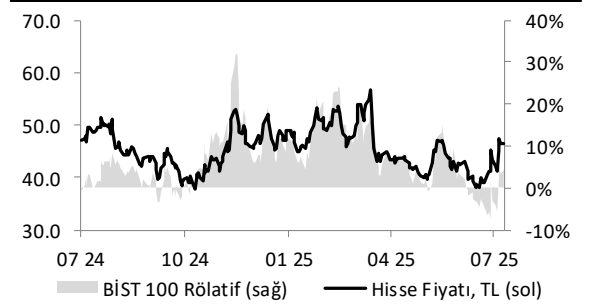
Finansallar, Milyon \$	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	354	430	608	789
Gelir Büyümesi	39%	21%	41%	30%
Brüt Kâr	129	118	170	237
Brüt Kâr Marjı	36%	27%	28%	30%
FAVÖK	117	93	139	199
FAVÖK Marjı	33%	22%	23%	25%
Net Kâr	36	43	98	138
Net Kâr Marjı	10%	10%	16%	18%
Net Borç	-29	6	1	-57
Net Borç /FAVÖK	-0.2	0.1	0.0	-0.3
F/K	28.6	14.3	5.4	3.8
PD/DD	3.6	1.6	1.1	0.9
FD/FAVÖK	9.3	7.8	4.7	3.3

Kaynak: Şirket Verisi, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Muhittin Behiç Harmanlı	184	40.0%
Ali Gökhan Öztürk	93	20.2%
Ramin Malek	25	5.4%
Diğer	158	34.4%
Toplam	460	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	15.6%	9.0%	-3.5%	-6.4%
Rölatif	5.7%	-1.2%	-5.9%	1.3%
İşlem Hacmi milyon \$	5.9	4.9	6.3	6.8

Kaynak: BIST, Finnet

Murat İbrahim ŞENCAN

murat.sencan@phc.com.tr

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phc.com.tr

Girişim'in Üretim Merkezi

Europower Enerji'yi %56 getiri potansiyeli ile hisse başına 48,00 TL hedef fiyat ve "endeks üzeri getiri" önerisiyle araştırma kapsamımıza alıyoruz.

Girişim Elektrik'in EPC alanındaki dominant yapısının arkasındaki endüstriyel güç olan Europower, anahtarlama ekipmanları (switchgear) ve trafo pazarlarında küresel bir oyuncuya dönüşmektedir. Şirket, mühendislik kabiliyetlerini, coğrafi avantajları ve teknolojik inovasyonu bir araya getirerek, hızla büyüyen küresel bir endüstride büyüme potansiyeline sahip Türk sanayi şirketlerinin başlıca örneklerinden biri olarak öne çıkmaktadır.

Europower, grubun ana üretim gücünü oluşturmakta olup elektrik iletim ve dağıtımında kullanılan çeşitli ekipmanları üretmektedir. Ürün portföyü orta ve alçak gerilim anahtarlama sistemlerinden, SCADA entegre trafo merkezlerine ve güneş panellerine kadar uzanmaktadır. Şirket bu yıl yağlı ölçü trafosu üretimine başlamış olup, 2025 yılı sonuna kadar yüksek gerilim ve güç trafosu segmentlerinde üretime geçmeyi ve dağıtım trafosu üretim kapasitesini artırmayı hedeflemektedir.

Europower'ın iş modelindeki en önemli avantajlardan biri, **sinerjik ürün lansman stratejisidir**. Yeni ürün hatlarının neredeyse tamamı Girişim'in EPC projelerinden gelen dahili talep ile başlamakta, bu sayede **pazara hızlı giriş sağlarken başlangıçtaki ticari riskleri azaltmaktadır**. Kapasite genişledikçe, ürünler dış pazarlara da sunularak şirketin gelir tabanı çeşitlenmekte, aynı zamanda TEİAŞ ve diğer büyük taahhüt firmaları ile mevcut ilişkilerden fayda sağlanmaktadır. **550 kV güç trafolarına odaklanan EP World ve ölçü trafolarına yönelik Euromek** gibi yeni fabrikaların faaliyete geçmesiyle Europower, daha yüksek marjlı ve giriş bariyeri yüksek segmentlere geçiş yapmaktadır. Bu alanlarda küresel talep güçlü olup teslim süreleri 6–12 aya kadar çıkabilmektedir.

Şirketin **ihracat oranı 2020 yılında %11 iken, 2024 itibarıyla %25'e ulaşmış olup; orta vadede %40+ seviyeleri** hedeflenmektedir. Yenilenebilir enerji, elektrifikasyon ve yapay zekâ destekli veri merkezi yüklerinin etkisiyle küresel elektrik talebinin artması, özellikle üretimde yaşanan aksamalar ve dünya genelinde uzayan trafo teslim süreleri göz önünde bulundurulduğunda, Europower ürünlerine olan uluslararası talebin daha da artma potansiyelini beraberinde getirmektedir.

Europower, son bir yılda BIST 100 endeksinin %4,2 oranında üzerinde performans göstermiştir. Dolar bazlı ileriye yönelik F/K ve FD/FAVÖK değerlendirmemize göre, şirket **küresel benzerlerine kıyasla ortalama %48 oranında iskontolu** işlem görmektedir.

Europower yeni üretim hatlarının devreye alınması sürecine bağlı olarak çeşitli büyüme zorluklarıyla karşı karşıyadır. Artan hammadde ihtiyacı ve tedarik zinciri lojistiği, maliyet hassasiyetini ve operasyonel gecikmeleri beraberinde getirmektedir. Gelir çeşitlendirmesi artmakla birlikte, şirket halen Girişim ve TEİAŞ gibi ana müşterilere bağımlı konumda bulunmaktadır.

Europower Enerji

56% Getiri Potansiyeli

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	EUPWR TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	30.80
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	48.00
Getiri Potansiyeli	56%
Fili Dolaşım Oranı	30.22%
Piyasa değeri, milyon TL	20,328
Piyasa değeri, milyon ABD doları	508
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.20%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.15%
Yabancı Yatırımcı Oranı	10.33%
Emeklilik Fonları Oranı	7.96%
Yatırım Fonları Oranı	5.87%

Kaynak: Matriks, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Fiyat ve piyasa değeri 15/07/2025 itibarıyla

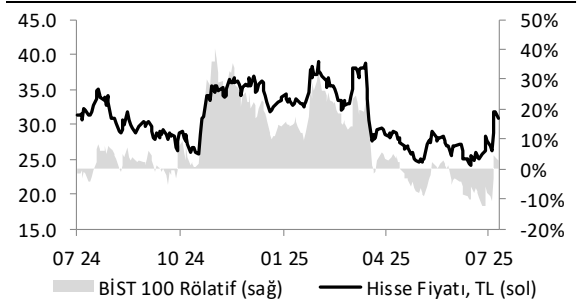
Finansallar, Milyon \$	2023	2024	2025T	2026T
Gelirler	219	233	317	413
Gelir Büyümesi	71%	6%	36%	30%
Brüt Kâr	56	58	73	103
Brüt Kâr Marjı	26%	25%	23%	25%
FAVÖK	50	43	59	87
FAVÖK Marjı	23%	18%	19%	21%
Net Kâr	31	8	39	58
Net Kâr Marjı	14%	4%	12%	14%
Net Borç	-45	-10	3	-11
Net Borç /FAVÖK	-0.9	-0.2	0.0	-0.1
F/K	39.4	73.2	12.9	8.6
PD/DD	6.7	2.7	1.9	1.5
FD/FAVÖK	23.1	14.4	8.9	6.0

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

Ortaklık Yapısı	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Girişim Elektrik Taah Tıç ve San AŞ	348	52.7%
Muhittin Behiç Harmanlı	51	7.7%
Diğer	262	39.6%
Toplam	660	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BIST, Finnet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	23.5%	9.6%	-8.6%	-3.7%
Rölaf	12.9%	-0.6%	-10.9%	4.2%
İşlem Hacmi milyon \$	5.8	4.5	5.6	7.0

Kaynak: BIST, Finnet

Murat İbrahim ŞENCAN

murat.sencan@phc.com.tr

Sadrettin BAĞCI

sadrettin.bagci@phc.com.tr

Bölümler

Finansallar - Girişim Elektrik	4
Finansallar - Europower Enerji	5
Şirket Görünümü	6
Girişim Elektrik ve Europower'ı Anlamak	6
Ortaklık Yapısı ve Yönetim Kadrosu	6
Grup Şirketleri.....	7
Şirketin Üretim Tesisleri ve Ürünleri.....	8
Müşteriler ve İhracat Oranı	8
Sektörel Görünüm	9
Yurt İçi Görünüm	9
Küresel Görünüm.....	10
Operasyonel Görünüm	11
Kalıcı Rekabet Üstünlüğü	11
Hızla Büyüyen Gelirler	12
Sermaye Getirisinde (ROIC) Olağanüstü Performans ve Yüksek Karlılık.....	12
Düşük Boçluluk ve Yüksek Nakit Odaklı Büyüme.....	14
Gelecek Yatırımlar.....	14
Yüksek NİS'e Dikkat!	15
Serbest Nakit Akışının Yükselmesi	15
Temel Risk Faktörleri	16
Çarpan Analizi	17
Değerleme	18
Girişim Elektrik.....	18
Europower Enerji.....	18
Popülerlik ve İlgi.....	20

Finansallar - Girişim Elektrik

Bilanço (Milyon \$)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Varlıklar								
Toplam Dönen Varlıklar	223.8	380.7	428.0	576.7	754.3	886.8	943.2	1,005.7
Nakit ve Nakit Benzerleri	30.4	68.5	32.1	22.0	76.9	51.8	56.6	64.3
Ticari Alacaklar	53.0	73.6	97.7	132.2	169.0	208.3	220.8	234.0
Taahhüt/Hizmet Sözleşm. Alacaklar	80.8	135.4	189.8	250.4	299.8	369.5	391.7	415.2
Stoklar	37.1	63.2	74.5	113.7	135.1	166.6	178.1	190.3
Diğer	22.4	40.0	33.9	58.3	73.5	90.6	96.1	101.8
Duran Varlıklar	79.6	136.6	184.7	231.9	270.8	275.8	277.9	277.9
Duran Varlıklar	74.6	130.0	167.9	215.0	254.0	259.0	261.1	261.1
Diğer	5.0	6.5	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8
Toplam Varlıklar	303.4	517.3	612.7	808.6	1,025.1	1,162.6	1,221.1	1,283.6
Yükümlülükler								
Kısa Vadeli Yükümlülükler	146.2	188.2	178.2	282.7	362.1	441.8	469.9	499.8
Kısa Vadeli Borçlanmalar	29.9	23.9	22.2	13.5	11.8	10.0	8.3	6.6
Ticari Borçlar	44.2	61.7	59.1	101.4	132.4	163.2	174.5	186.5
Diğer	72.0	102.7	96.9	167.8	217.9	268.6	287.1	306.8
Uzun Vadeli Yükümlülükler	28.5	39.5	49.0	42.7	41.5	40.2	38.9	37.7
Uzun Vadeli Borçlanmalar	14.3	15.8	16.1	9.8	8.6	7.3	6.0	4.8
Diğer	14.2	23.7	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9	32.9
Toplam Yükümlülükler	174.7	227.7	227.2	325.5	403.5	482.0	508.8	537.5
Özkaynaklar	128.7	289.6	385.5	483.1	621.6	680.6	712.3	746.1
Gelir Tablosu								
Giro	255.2	354.4	429.7	608.0	788.5	972.0	1,030.3	1,092.1
Gelir Büyümesi	84.2%	38.8%	21.3%	41.5%	29.7%	23.3%	6.0%	6.0%
Satılan Malların Maliyeti	172.5	225.2	311.8	437.8	552.0	680.4	727.3	777.2
Brüt Kâr	82.7	129.1	117.9	170.2	236.6	291.6	303.0	314.9
Brüt Kâr Marjı	32.4%	36.4%	27.4%	28.0%	30.0%	30.0%	29.4%	28.8%
Faaliyet Giderleri	10.4	18.7	32.9	42.6	51.3	58.3	61.8	65.5
Faaliyet Giderleri Artışı	29.6%	80.6%	75.8%	29.4%	20.4%	13.8%	6.0%	6.0%
FVÖK	72.4	110.4	85.1	127.7	185.3	233.3	241.2	249.4
FVÖK Marjı	28.4%	31.2%	19.8%	21.0%	23.5%	24.0%	23.4%	22.8%
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	-3.5	-23.3	-9.8	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kâr	68.8	87.1	75.2	127.7	185.3	233.3	241.2	249.4
Operasyonel Marj	27.0%	24.6%	17.5%	21.0%	23.5%	24.0%	23.4%	22.8%
Finansal Gelirler/Giderler	-13.3	-4.7	-6.7	-0.9	-0.6	2.3	1.3	1.8
Diğer Gelir/Giderler	0.0	-55.2	-37.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vergi Öncesi Kâr	56.8	55.2	64.9	126.8	184.7	235.6	242.5	251.2
Vergi Oranı	20%	34%	34%	23%	25%	25%	25%	25%
Vergi Giderleri	11.4	18.8	21.9	29.2	46.2	58.9	60.6	62.8
Net Kâr	45.5	36.4	43.0	97.7	138.5	176.7	181.9	188.4
Net Kâr Marjı	17.8%	10.3%	10.0%	16.1%	17.6%	18.2%	17.7%	17.3%
Amortisman	2.3	6.9	8.3	11.6	13.8	16.8	17.5	18.2
FAVÖK	74.7	117.3	93.3	139.2	199.1	250.1	258.7	267.6
FAVÖK Marjı	29.3%	33.1%	21.7%	22.9%	25.3%	25.7%	25.1%	24.5%
Nakit Akış Tablosu								
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	8.9	31.7	25.1	32.1	22.0	76.9	51.8	56.6
Net Kar	45.5	36.4	43.0	97.7	138.5	176.7	181.9	188.4
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	26.6	-52.8	0.8	63.6	110.7	117.4	177.6	183.5
Net Kar Düzeltmeleri	24.6	18.4	-6.8	11.6	13.8	16.8	17.5	18.2
Amortisman	2.3	6.9	8.3	11.6	13.8	16.8	17.5	18.2
İşletme Sermayesindeki Değişim	43.4	107.6	35.4	45.6	41.6	76.1	21.8	23.0
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	-9.9	-18.0	-15.4	-58.7	-52.7	-21.9	-19.6	-18.2
Finansal Faal. Kaynaklanan Nakit	12.4	71.2	15.9	-15.0	-3.0	-120.7	-153.2	-157.6
Finansal Borçlardaki Değişim	19.7	8.7	2.4	-15.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Ödenen Temettüleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-117.7	-150.2	-154.6
Toplam Nakit Akışı	25.4	-10.8	-12.2	-10.1	54.9	-25.2	4.8	7.7
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	34.3	20.8	32.1	22.0	76.9	51.8	56.6	64.3
Rasyo Analizi								
F/K	32.2	28.6	14.3	5.4	3.8	3.0	2.9	2.8
FD/FAVÖK	20.0	9.3	7.8	4.7	3.3	2.6	2.6	2.5
PD/DD	11.4	3.6	1.6	1.1	0.9	0.8	0.7	0.7
Özkaynak Karlılığı	44.3%	17.4%	12.8%	22.5%	25.1%	27.1%	26.1%	25.8%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	45.2%	41.1%	19.6%	21.9%	26.5%	28.9%	27.5%	27.4%
NİS / Satışlar	30.2%	41.7%	55.8%	47.0%	41.5%	41.5%	41.3%	41.0%
Cari Oran	1.5	2.0	2.4	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
Net Borç	13.9	-28.9	6.2	1.3	-56.6	-34.5	-42.3	-53.0
Net Borç / FAVÖK	0.2	-0.2	0.1	0.0	-0.3	-0.1	-0.2	-0.2
Net Borç / Özkaynaklar	0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	22.1%	28.2%	29.1%

Kaynak: Şirket Verisi, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Finansallar - Europower Enerji

Bilanço (Milyon \$)	2022	2023	2024	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T
Varlıklar								
Toplam Dönen Varlıklar	69.5	201.7	211.6	239.9	289.1	339.2	358.5	378.8
Nakit ve Nakit Benzerleri	3.8	60.9	27.5	10.4	20.5	40.8	41.8	42.7
Ticari Alacaklar	23.8	28.4	49.5	54.3	72.8	89.8	95.2	100.9
Taahhüt/Hizmet Sözleşm. Alacaklar	26.8	42.4	58.6	70.6	90.2	89.6	94.9	100.6
Stoklar	8.4	50.1	62.5	81.2	78.0	86.2	91.7	97.6
Diğer	6.6	19.8	13.5	23.5	27.6	32.9	34.9	36.9
Duran Varlıklar	29.2	77.8	119.8	159.8	189.8	189.8	190.0	190.0
Duran Varlıklar	28.1	76.5	110.8	150.8	180.8	180.8	181.1	181.1
Diğer	1.1	1.2	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0	9.0
Toplam Varlıklar	98.7	279.4	331.4	399.7	478.9	529.0	548.5	568.8
Yükümlülükler								
Kısa Vadeli Yükümlülükler	43.0	80.1	72.5	105.2	128.0	147.3	155.7	164.7
Kısa Vadeli Borçlanmalar	7.6	7.5	5.3	3.8	2.9	2.1	1.2	0.3
Ticari Borçlar	24.6	46.8	36.4	60.5	78.4	99.0	105.4	112.1
Diğer	10.9	25.8	30.8	40.8	46.6	46.2	49.1	52.3
Uzun Vadeli Yükümlülükler	10.3	19.4	29.5	26.0	23.8	21.7	19.6	17.5
Uzun Vadeli Borçlanmalar	4.6	7.9	12.7	9.2	7.0	4.9	2.8	0.7
Diğer	5.6	11.5	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8	16.8
Toplam Yükümlülükler	53.3	99.6	102.0	131.2	151.8	169.0	175.3	182.2
Özkaynaklar	45.4	179.9	229.4	268.5	327.0	360.0	373.2	386.6
Gelir Tablosu								
Ciro	127.9	219.1	232.6	316.8	412.8	504.0	534.2	566.3
Gelir Büyümesi	88.3%	71.33%	6.17%	36.22%	30.30%	22.09%	6.00%	6.00%
Satılan Malların Maliyeti	93.2	162.6	174.7	243.9	309.6	362.9	386.1	410.9
Brüt Kâr	34.7	56.4	57.8	72.9	103.2	141.1	148.1	155.4
Brüt Kâr Marjı	27.1%	25.8%	24.9%	23.0%	25.0%	28.0%	27.7%	27.4%
Faaliyet Giderleri	5.9	10.6	21.2	22.2	26.8	30.2	29.4	31.1
Faaliyet Giderleri Artışı	48%	80%	100%	5%	21%	13%	-3%	6%
FVÖK	28.8	45.8	36.7	50.7	76.4	110.9	118.7	124.3
FVÖK Marjı	22.5%	20.9%	15.8%	16.0%	18.5%	22.0%	22.2%	21.9%
Diğer Faaliyetlerden Gelirler/Giderler	0.1	-11.3	-1.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Operasyonel Kâr	28.9	34.6	35.5	50.7	76.4	110.9	118.7	124.3
Operasyonel Marj	22.6%	15.8%	15.3%	16.0%	18.5%	22.0%	22.2%	21.9%
Finansal Gelirler/Giderler	-2.1	5.5	-4.5	0.1	-0.4	0.3	1.6	1.9
Diğer Gelir/Giderler	0.0	-26.6	-23.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vergi Öncesi Kâr	26.7	40.6	17.4	50.8	76.0	111.2	120.3	126.2
Vergi Oranı	15%	24%	51%	23%	23%	23%	25%	25%
Vergi Giderleri	4.0	9.8	8.9	11.7	17.5	25.6	30.1	31.5
Net Kâr	22.7	30.8	8.5	39.1	58.5	85.6	90.2	94.6
Net Kâr Marjı	17.8%	14.0%	3.7%	12.4%	14.2%	17.0%	16.9%	16.7%
Amortisman	1.9	4.6	5.9	7.9	10.3	12.6	13.1	13.6
FAVÖK	30.7	50.5	42.5	58.6	86.7	123.5	131.8	137.9
FAVÖK Marjı	24.0%	23.0%	18.3%	18.5%	21.0%	24.5%	24.7%	24.4%
Nakit Akış Tablosu								
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	1.0	3.9	18.7	27.5	10.4	20.5	40.8	41.8
Net Kar	22.7	30.8	8.5	39.1	58.5	85.6	90.2	94.6
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	3.0	-34.9	18.0	35.7	53.5	88.6	94.4	98.8
Net Kar Düzeltmeleri	8.0	7.6	9.9	7.9	10.3	12.6	13.1	13.6
Amortisman	1.9	4.6	5.9	7.9	10.3	12.6	13.1	13.6
İşletme Sermayesindeki Değişim	27.7	73.2	0.4	11.3	15.3	9.7	9.0	9.5
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	-7.0	-32.1	-20.7	-47.9	-40.3	-12.6	-13.4	-13.6
Finansal Faal. Kaynaklanan Nakit	8.7	92.0	-0.8	-5.0	-3.0	-55.6	-80.1	-84.2
Finansal Borçlardaki Değişim	9.6	9.0	4.5	-5.0	-3.0	-3.0	-3.0	-3.0
Ödenen Temettüleri	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	-52.6	-77.1	-81.2
Toplam Nakit Akışı	3.2	11.6	-10.3	-17.2	10.2	20.3	1.0	0.9
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	4.2	15.5	27.5	10.4	20.5	40.8	41.8	42.7
Rasyo Analizi								
F/K	-	39.4	73.2	12.9	8.6	5.9	5.6	5.3
FD/FAVÖK	-	23.1	14.4	8.9	6.0	4.2	3.9	3.8
PD/DD	-	6.7	2.7	1.9	1.5	1.4	1.4	1.3
Özkaynak Karlılığı	68.9%	27.3%	4.1%	15.7%	19.6%	24.9%	24.6%	24.9%
Yatırılan Sermayenin Getirisi (ROIC)	40.1%	25.6%	12.5%	14.0%	18.1%	25.5%	26.5%	27.0%
NIŞ / Satışlar	23.7%	31.1%	50.3%	40.5%	34.8%	30.4%	30.4%	30.3%
Cari Oran	1.6	2.5	2.9	2.3	2.3	2.3	2.3	2.3
Net Borç	8.4	-45.5	-9.5	2.6	-10.5	-33.8	-37.8	-41.7
Net Borç / FAVÖK	0.3	-0.9	-0.2	0.0	-0.1	-0.3	-0.3	-0.3
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	-0.3	-0.0	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1
Temettü Verimi	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.4%	15.2%	16.1%

Kaynak: Şirket Verisi, Finnet, PhillipCapital Araştırma

Şirket Görünümü

Girişim Elektrik ve Europower'ı Anlamak

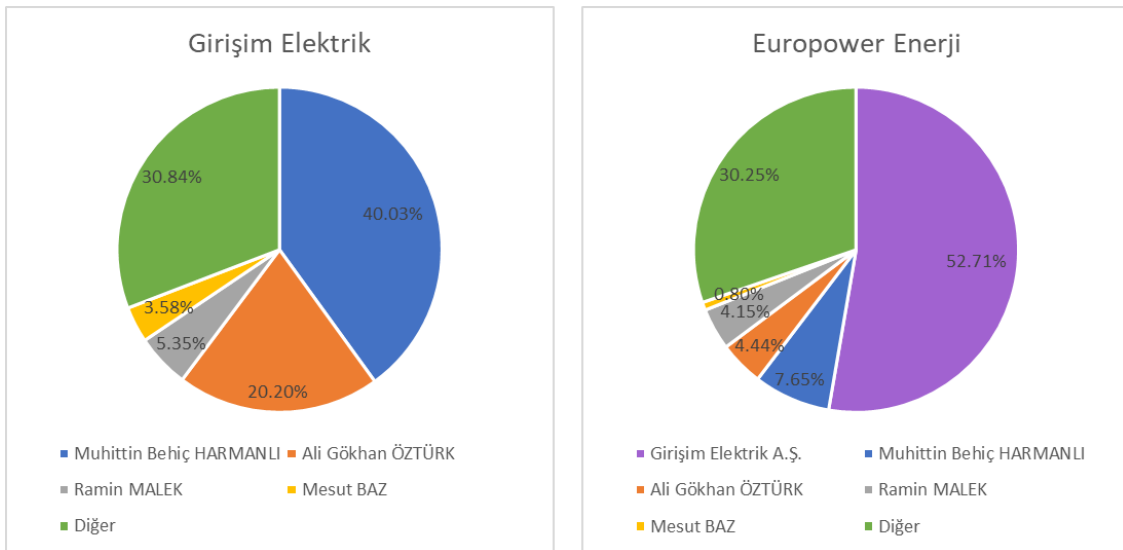
1999 yılında kurulan ve 2021 yılında halka arz edilen Girişim Elektrik, Türkiye'nin enerji altyapı sektöründe köklü bir EPC (mühendislik, tedarik, inşaat) şirketi haline gelmiştir. Şirket; anahtar teslim yüksek gerilim trafo merkezleri, orta gerilim anahtarlama sistemleri ve yenilenebilir enerji kurulumları alanlarında uzmanlaşmıştır. Avrupa, Orta Doğu ve Afrika'da birçok farklı projede yer alan Girişim, küresel ölçekte kazandığı yeni projeler ve stratejik yatırımlarla bu ivmesini sürdürmektedir.

Girişim'in iştiraki olan Europower Enerji ise grubun endüstriyel temelini oluşturmaktadır. 2008 yılında kurulan Europower, bugün Türkiye'nin önde gelen elektrik ekipman üreticilerinden biri konumuna ulaşmıştır. Şirket; modüler trafo merkezleri, metal-clad anahtarlama sistemleri ve dağıtım trafoları gibi düşük, orta ve yüksek gerilimli teknolojileri tasarlamakta ve üretmektedir. 2023 Nisan ayında halka arz edilen şirket, küresel enerji altyapısı talebinden aldığı destekle yeni yatırımlar ve kapasite artışlarıyla hızlanarak büyümeyi hedeflemektedir.

2025 yılı 1. çeyrek itibarıyla Girişim Elektrik grubu toplamda 1.828 kişiyi istihdam etmektedir; bu rakam, 2021 yılı 1. çeyreğinde halka arz öncesinde 760 olan çalışan sayısının iki katından fazladır. Bu personelin 250'den fazlası alanında uzman mühendistir. Şirketin toplamda 10 üretim tesisi bulunmakta ve ürünleri 5 kıtada 80'in üzerinde ülkeye ihraç edilmektedir. Girişim, önümüzdeki döneme ilişkin yüksek finansal hedefler belirlemekte olup, özellikle trafo pazarındaki konumunu güçlendirmeye odaklanmaktadır. Bu strateji, şirketin sektörde sürdürülebilir bir büyüme çizgisi yakalamasını sağlamış olup, bu büyümenin önümüzdeki yıllarda da devam etmesi beklenmektedir.

Ortaklık Yapısı ve Yönetim Kadrosu

Şirketin yönetimi, kurucu ortaklar tarafından aktif şekilde yürütülmektedir. En büyük ortak olan Behiç Harmanlı, 1982 yılında İstanbul Teknik Üniversitesi Elektrik Mühendisliği bölümünden mezun olmuştur. İkinci büyük ortak Gökhan Öztürk, 1992 yılında Orta Doğu Teknik Üniversitesi'nden Elektrik Mühendisliği diploması almıştır. Üçüncü büyük ortak Ramin Malek, 1991 yılında yine Orta Doğu Teknik Üniversitesi Elektrik Mühendisliği bölümünden mezun olmuştur. Dördüncü büyük ortak olan Mesut Baz ise finansal piyasalar ve kamuya yönelik elektrik ihale projelerinde deneyime sahiptir. Tüm ortaklar, güçlü bir eğitim ve kariyer geçmişine sahip olup, Türkiye'nin önde gelen EPC şirketlerinden birini inşa eden temel yapı taşlarıdır.



Girişim Elektrik'in mevcut yönetim kurulu 5 kişiden oluşmakta olup, şirkette 13 üst düzey yönetici görev yapmaktadır. Kurucu ortaklar arasındaki güçlü ortaklık yapısı, şirketin erken dönemde kurumsal yönetim yapısını oluşturmasını sağlamış; bu sayede Girişim, yüksek tempolu büyüme sürecinde organizasyonel kontrolünü etkin bir şekilde sürdürebilmiştir.

Grup Şirketleri

2025 yılı itibarıyla Girişim Elektrik'in finansalları beş ana şirket tarafından konsolide edilmektedir:

Girişim Elektrik (solo), Europower Enerji, Peak PV, EP World ve Euromek. Her bir şirket, grubun dikey entegre yapısı içerisinde özgün bir role sahiptir.

➤ Girişim Elektrik (GESAN Solo)

Girişim Elektrik, grubun mühendislik, tedarik ve inşaat (EPC) faaliyetlerini yürüten temel şirkettir. Trafo merkezleri, enerji iletim hatları, yenilenebilir enerji santralleri ve elektrifikasyon projeleri gibi anahtar teslim enerji altyapı çözümleri sunmaktadır. Bunun yanı sıra proje tasarımı, yönetimi, otomasyon & SCADA sistemleri ile test hizmetleri de sağlamaktadır. Girişim, Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) için de başlıca taahhüt şirketlerden biridir.

➤ Europower Enerji (GESAN %52.7'lik paya ortak)

Europower, grubun üretim gücünün büyük kısmını oluşturan ana parçasıdır; elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımında kullanılan çeşitli ürünler üretmektedir. Ancak bazı yasal düzenlemeler nedeniyle Europower, TEİAŞ ihalelerine taahhüt sağlayıcı olarak da katılmaktadır. Temel ürün grupları; dağıtım trafoları, orta gerilim ve alçak gerilim anahtarlama sistemleri, modüler beton ve sac trafo merkezleri, metal mahfazalı panolar ve SCADA entegreli kontrol sistemlerini kapsamaktadır. Şirket, son yıllarda yüksek gerilim segmentine de genişleyerek birincil ve ikincil GIS üniteleri, ölçü trafoları ve mobil trafo istasyonlarını portföyüne katmıştır. Europower'ın üretim kapasitesi, 245 kV'a kadar tip testleri gerçekleştirebilen ve uluslararası teknik standartlara uygunluk gösteren TÜRKAK akreditasyonuna sahip yüksek gerilim test laboratuvarı ile desteklenmektedir.

➤ Peak PV (%60 sahibi EUPWR)

Peak PV, grubun özel güneş paneli üretim şirkettir ve Ankara'da 1 GW kapasiteli güneş paneli fabrikasına sahiptir. Grup bünyesinde yer alan bu tesis, 550W ve 650W gücünde yüksek verimli monokristal bifacial PV modülleri üretmektedir. Bu paneller, ağırlıklı olarak Girişim Elektrik'in EPC güneş enerjisi projelerinde kullanılmaktadır. Peak PV'nin dikey entegrasyonu, proje maliyet verimliliğini, teslimat hızını ve yerli üretim oranlarını artırarak hem kamu hem özel sektör güneş enerjisi yatırımlarında önemli avantajlar sağlamaktadır. Şirket, yurt içi talebi karşılayacak kapasiteye sahip olmanın yanı sıra yüksek kaliteli, şebeke ölçeğinde PV modüller ile uluslararası pazarlara açılmayı hedeflemektedir.

➤ Europower World (%100 sahibi EUPWR)

Europower World, yüksek gerilim güç trafosu üretiminde önemli bir oyuncu olma hedefiyle kurulmuştur. Artan küresel talebi karşılamak amacıyla hayata geçirilecek bu fabrika, 550 kV'a ve 330 MVA'ya kadar güç trafosu üretimi için tasarlanmıştır. Halihazırda inşaat aşamasında olan tesisin 2025 yılının ikinci yarısında faaliyete geçmesi beklenmektedir. EP World, başta Avrupa ve Kuzey Amerika olmak üzere yüksek gerilim trafolarına olan talebin hızla arttığı pazarlara odaklanarak hem yurt içi hem uluslararası müşterilere hizmet vermeyi planlamaktadır.

➤ Euromek (%60 sahibi EUPWR)

Euromek Elektrik, yalıtımlı orta ve yüksek gerilim ölçü trafoları üretmek üzere kurulmuştur. Şirkete ait fabrika yakın zamanda tamamlanmış ve 2025 yılı başında üretime başlamıştır. Euromek, akım trafolarının yanı sıra kapasitif ve endüktif gerilim trafoları üretmekte olup, 420 kV gerilim sınıfına ve 550 kV BIL seviyesine kadar ürün çeşitliliğine sahiptir. Ölçü trafolarına ek olarak, yüksek gerilim trafo merkezleri ve iletim sistemleri için kritik bileşenler olan bushing ve kondansatör üretimi de şirketin faaliyetleri arasına alınacaktır.

Şirketin Üretim Tesisleri ve Ürünleri

Girişim, hâlihazırda 10 fabrikada üretim faaliyetlerini sürdürmekte olup, buna ek olarak bir fabrikanın inşaatı devam etmektedir. Bu üretim tesislerinin tamamı Türkiye'nin Ankara ilinde yer almaktadır. Aşağıdaki tablo, her fabrikanın temel faaliyet amacı ve kapalı alan büyüklüğünü özetlemektedir. Halihazırda inşası süren tesis, **EP World** için yüksek gerilim güç trafosu üretimine yönelik olarak planlanan **F Blok** fabrikasıdır.

Blok	Kullanım Amacı	Alan (m²)
A Blok	Orta gerilim metal-clad pano üretimi, Ar-Ge merkezi, Akredite YG Test Laboratuvarı	7.925
B Blok	Yüksek gerilim ekipman üretimi ve idari ofisler	5.129
C Blok	Epoksi tesisi, akım/gerilim trafosu üretimi, OG kesici/ayırıcı/modüler hücre ve beton köşk üretimi	16.666
E1 & E2 Blok	AG panolar, kontrol kumanda panoları, RMU, GIS üretimi ve mekanik üretim hatları	13.010
D Blok	Transformatör Fabrikası ve idari ofisler (kapasite 2024 yılında %100 arttırıldı)	8.591
F Blok	Europower World için inşaatı devam eden YG güç trafosu fabrikası	14.500
G1 & G2 Blok	Güneş paneli üretimi, SunJunior inverter sistemleri, EV şarj üniteleri, solar konstrüksiyon sistemleri	29.000
H Blok	UL sertifikalı dahil olmak üzere yağlı tip dağıtım trafoları üretimi	23.314
I Blok	Yüksek gerilim ölçü trafoları, bushings ve kapasitör üretimi	4.534

Grup şirketi olarak GESAN; mühendislik ve proje tasarımı, anahtar teslim inşaat projeleri, pazarlama ve satış, özel distribütörlükler, üretim ve test hizmetleri sunmaktadır. Sağdaki tablo, Europower tarafından üretilen başlıca ürün gruplarını özetlemektedir.

Europower tarafından üretilen birçok ürün için ilk müşteri Girişim olmaktadır. Bu durum, Europower'ın yeni ürünlerinin pazara hızlı giriş yapmasını sağlamaktadır. Üretim kapasitesi olgunlaştıkça, Europower bu ürünleri diğer taahhüt şirketlerine de satmaya başlamakta ve böylece müşteri portföyünü çeşitlendirmektedir. Bu sistem, giriş seviyelerinin yüksek olduğu ürün gruplarında Europower'ın pazara girişini önemli ölçüde kolaylaştırmaktadır.

Grup ayrıca ESCO (Enerji Servis Şirketi) modeline dayalı yeni bir hizmet başlattı. Bu modelde şirket, müşterileri için güneş paneli kurulumuna yönelik yatırım maliyetini üstleniyor ve herhangi bir ön ödeme talep etmiyor. Müşteriyle belirli bir elektrik satış fiyatı üzerinden ödeme yapacağı bir sözleşme imzalanıyor. Türkiye'de ticari elektrik fiyatları, konut tarifelerine göre daha yüksek olduğu için bu model işyeri sahipleri için cazip olmaktadır. Anlaşılan satış fiyatının YEKDEM tarifelerinin ve spot elektrik fiyatlarının üzerinde kalması yatırımı Girişim açısından da cazip yapmaktadır.

Ürünler

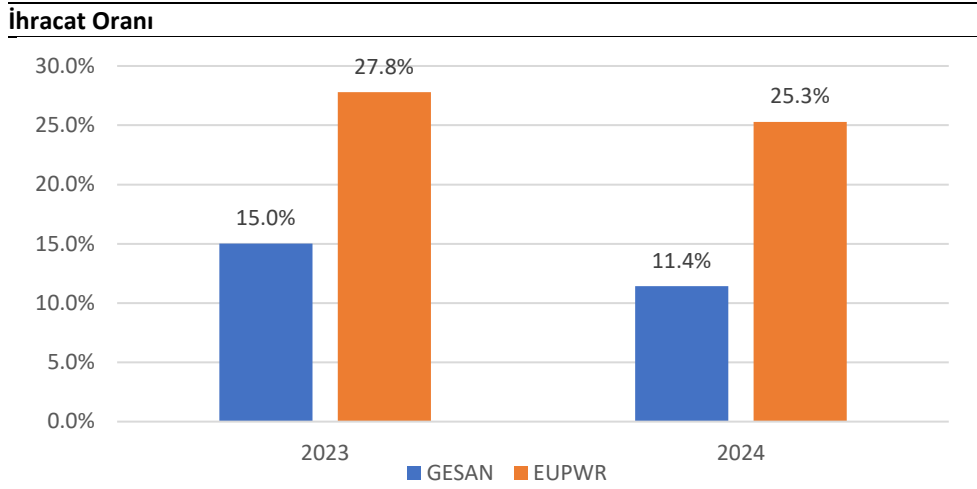
Alçak Gerilim Panolar ve Sistemler
Orta Gerilim Hücreler ve Komponentler
Yüksek gerilim şalt ürünleri
Dağıtım ve güç trafoları
Köşkler ve trafo merkezleri
Güç kompanzasyon sistemleri
Demiryolu şalt ürünleri ve sistemleri
Euro sunjunior
Addmore araç şarj üniteleri
Solar PV Panel
OG Akım gerilim trafoları
Silicon ve epoksi izolatörler
Ölçü transformatörleri
Powerbank depolama
OG sekonder ve primer GIS (RMU)
GES konstrüksiyon sistemleri

Müşteriler ve İhracat Oranı

Girişim Grubu'nun en büyük müşterisi, Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ)'dır. Şirketin, TEİAŞ'tan trafo merkezi ihalelerini alma oranının yaklaşık %80 seviyesinde olduğu tahmin edilmektedir. Ancak Girişim bir ihaleyi kazanmasa dahi, rakip şirketlerin proje kapsamında ihtiyaç duydukları ürünleri Europower'dan tedarik etmeleri söz konusu olmaktadır. Grup olarak şirket, Türkiye'nin elektrik iletim altyapısındaki genişleme ve modernleşme sürecinden önemli ölçüde faydalanmaktadır.

Tahminlerimize göre TEİAŞ, Girişim Elektrik grubunun mevcut konsolide EPC sözleşme portföyünün yaklaşık %35'ini oluşturmaktadır. Kalan sözleşmeler ise hem yurt içindeki hem de yurt dışındaki büyük kamu ve özel sektör kuruluşları arasında çeşitlenmiş durumdadır. Her ne kadar %35 oranı yüksek gibi görünse de, şirket aynı zamanda ürettiği ürünleri diğer taahhüt şirketlerine satarak gelir yaratmaktadır. Europower'ın büyümesi ve ürünlerine yönelik küresel ölçekte artan taleple birlikte, önümüzdeki yıllarda Girişim'in müşteri yelpazesinin daha da çeşitlenmesini beklemekteyiz.

Ayrıca, önümüzdeki yıllarda hem Girişim hem de Europower'ın ihracat oranlarını artırması beklenmektedir. Aşağıdaki tabloda her iki şirketin 2023 ve 2024 yıllarına ait ihracat oranları yer almaktadır. **Europower, uzun vadede %40 ihracat oranına ulaşmayı hedeflemektedir.**



Kaynak: Şirket Verisi

Sektörel Görünüm

Yurt İçi Görünüm

Türkiye'nin enerji iletim ve trafo merkezi ekipmanları sektörü, kamu öncülüğünde yürütülen altyapı yatırımları sayesinde yapısal bir büyüme evresine girmiştir. Girişim ve Europower, bu büyüme trendinden doğrudan fayda sağlayabilecek konumdadır. Talep tarafında ise hem şebeke yükündeki artış hem de yenilenebilir enerji dönüşümünün hız kazanmasıyla birlikte, güç trafoları ve iletim ekipmanlarına yönelik ihtiyaç giderek artmaktadır. Türkiye Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı'na göre ülkenin yıllık elektrik talebi 2030 yılında 510 TWh seviyesine ulaşabilir; bu, 2023 yılına kıyasla %54'lük bir artışı ve son 20 yıldaki yaklaşık %300'lük büyümenin ardından gelen yeni bir ivmeyi temsil etmektedir. Bakanlık, 2035 yılına kadar toplam kurulu rüzgâr ve güneş enerjisi kapasitesini 120 GW seviyesine çıkarmayı hedeflemekte olup, bu doğrultuda iletim altyapısının modern hale gelmesi en öncelikli gündemlerden biri haline gelmiştir.

Yurt içinde trafo ve trafo merkezi pazarında şu anda üretim kapasitesi açısından ciddi bir sıkışıklık yaşanmakta, bu durum TEİAŞ onayına sahip ve kamu EPC ihalelerinde güçlü bir geçmişe sahip firmalar olan Europower ve Girişim gibi oyuncuların lehine bir pazar yapısı oluşturmaktadır. TEİAŞ'ın 2028 yılına kadar uygulamaya koyduğu kapsamlı yatırım planı çerçevesinde bu iki şirketin onaylı tedarikçi konumunda bulunması, dalgalı makroekonomik ortama rağmen görece istikrarlı bir gelir görünümü sağlamaktadır.

Türkiye, hem artan elektrik talebini karşılayabilmek hem de yenilenebilir enerji kaynaklarının entegrasyonunu kolaylaştırmak amacıyla elektrik altyapısında önemli bir dönüşüm süreci başlatmıştır. 2035 yılına kadar alternatif akım (AC) iletim hattı uzunluğunun 75.414 km'den 90.500 km'ye çıkarılması ve buna ek olarak 14.700 km uzunluğunda yüksek gerilim doğru akım (HVDC) hatlarının devreye alınması planlanmaktadır. Aynı dönemde trafo sayısının 788'den 942'ye çıkarılması ve 40 yeni dönüştürücü istasyonun kurulması hedeflenmektedir. Bu yatırımlar, Türkiye'nin elektrik ihracat kapasitesini 2,3 GW'tan 6,75 GW'a çıkararak şebeke esnekliği ve güvenilirliğini artırmayı amaçlamaktadır.

Yenilenebilir enerji entegrasyonu açısından bakıldığında ise Türkiye'nin enerji stratejisi, yeni rüzgâr ve güneş enerjisi santrallerinin mümkün olan en kısa sürede şebekeye bağlanmasını öncelikli hale getirmiştir. Bu da yükseltici trafolar, mobil trafo merkezlerine ve hızlı devreye alınabilir EPC kabiliyetlerine olan talebi artırmaktadır. Girişim, trafo merkezi taahhütü konusundaki uzmanlığıyla; Europower ise anahtarlama ve trafo sistemleri üretimindeki

yetkinliğiyle bu ihtiyaca doğrudan cevap verebilecek yapıdadır. Ayrıca, kamu ihalelerinde yerli üretimi teşvik eden politikalar, yerli üreticilere yabancı orijinal ekipman üreticilerine karşı belirgin bir rekabet avantajı sağlamaktadır. Bu durum, yerli üreticilerin pazardaki konumunu daha da güçlendirmektedir.

Türkiye, yenilenebilir enerji hedeflerini agresif bir şekilde ilerletmektedir. 2024 yılında 30 GW olan toplam rüzgâr ve güneş enerjisi kurulu gücünün, 2035 yılına kadar dört katına çıkarılarak 120 GW seviyesine ulaşması hedeflenmektedir. Bu büyümeyi desteklemek amacıyla, hükümet Yenilenebilir Enerji Kaynak Alanları (YEKA) modeli çerçevesinde rekabetçi ihale süreçlerini hayata geçirmiştir. Bu hedefin gerçekleştirilebilmesi için kamu ve özel sektör tarafından toplam 80 milyar dolarlık yatırım yapılması gerekmektedir. 2024 yılı içerisinde 1,2 GW rüzgâr ve 800 MW güneş enerjisi kapasitesi için ihaleler gerçekleştirilmiştir. Ayrıca, yapılan düzenlemelerle mevcut rüzgâr ve güneş santrallerine elektrik depolama sistemleri kurma hakkı tanınmış; böylece yenilenebilir enerji üretimine yönelik yatırımlar daha da cazip hale getirilmiştir.

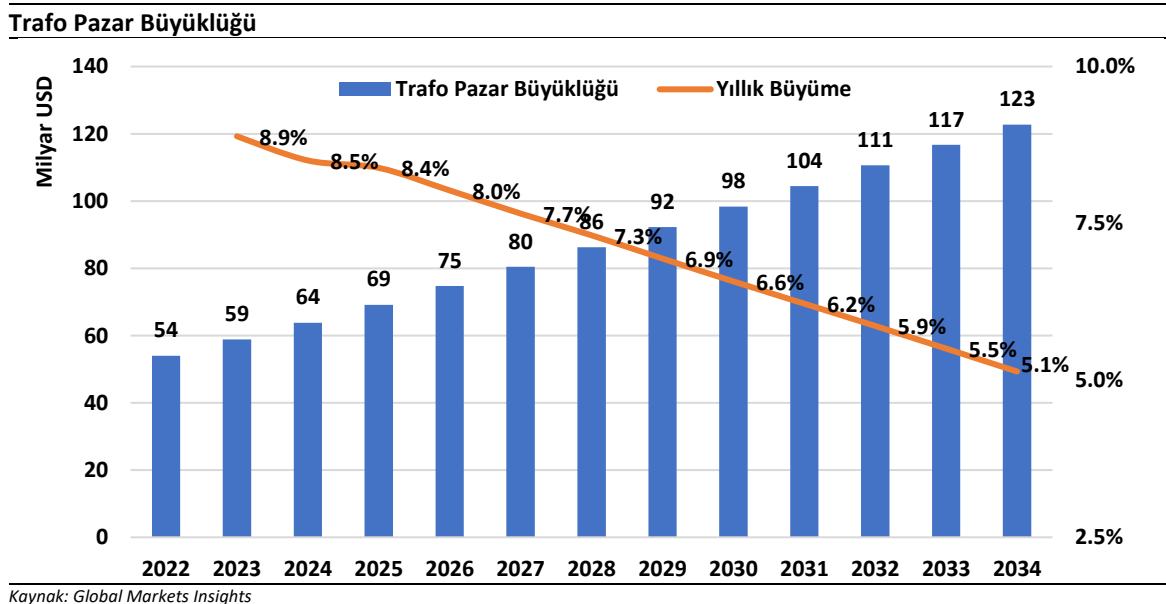
Bunun yanı sıra, Türk hükümeti yüksek teknoloji odaklı sektörleri desteklemek üzere 30 milyar dolarlık teşvik paketi açıklamıştır. Bu paketin içerisinde, 15 GW kapasiteli güneş paneli üretim tesisleri için 2,5 milyar dolarlık hibe, rüzgâr enerjisine yönelik kritik ekipman üretimi için ise 1,7 milyar dolarlık kaynak ayrılmıştır. Ayrıca, Dünya Bankası destekli 1 milyar dolarlık özel bir program, Türkiye’de dağıtık enerji pazarının dönüşümünü hızlandırmak amacıyla başlatılmıştır. Bu program, dağıtık güneş enerjisi kullanımının yaygınlaştırılması ve pil/enerji depolama sistemlerinin pilot uygulamaları gibi alanlara odaklanmakta ve Türkiye’nin Ulusal Enerji Planı ile uyumlu şekilde ilerlemektedir.

Yenilenebilir enerji kapasitesindeki ve şebeke altyapısındaki öngörülen büyüme, trafo ve ilgili ekipmanların üretiminde ciddi bir artışı zorunlu kılmaktadır. Türkiye’nin 2035 yılına kadar 90.000 MW yeni yenilenebilir enerji kapasitesi ekleme planı, gelişmiş trafo ve anahtarlama ekipmanlarının yaygınlaştırılmasını da içeren büyük ölçekli bir şebeke modernizasyon yatırımı ihtiyacını ortaya koymaktadır.

Ayrıca, enerji ithalatına olan bağımlılığın azaltılması ve 2025 yılı itibarıyla elektrik üretiminde yerli kaynakların payının %59,4’e çıkarılması hedefi, Girişim ve Europower gibi yerli üreticilerin enerji arz güvenliği ve sürdürülebilirlik hedeflerindeki stratejik önemini daha da artırmaktadır.

Küresel Görünüm

Küresel trafo pazarının 2025-2034 döneminde yıllık bileşik %6,6 büyümesi bekleniyor. Şimdiki trafo pazarının yarısını dağıtım trafoları oluşturuyor; ancak güç trafolarının pazar payının daha hızlı artacağı öngörülmüyor. Bu durum da Europower’in yeni yatırımlarına önemli bir ivme kazandıracak.



Europower'ın ihracat oranı 2020'de %11 iken 2024'te %25'e yükselerek şirketin uluslararası bir müşteri portföyüne sahip olma amacını göstermektedir. Uluslararası enerji depolama pazarlarında ciddi kapasite daralmaları yaşanıyor: hem kamu yatırımları hem de özel sektörün eşzamanlı talepleri, firmaların sipariş defterlerini kabartmış durumda. Özellikle özel tasarım trafolarla teslim süreleri 6-12 aya kadar uzayabiliyor.

Bu kapasite baskısı küresel elektrik talebindeki yüksek artıştan kaynaklanmaktadır. Endüstriyel karbonsuzlaşma, elektrikli araçların yaygınlaşması ve veri merkezlerinin büyümesi gibi etkenler talebi yukarı çekmektedir. International Energy Agency (IEA), 2024'te elektrik talebinin %4,3 arttığını açıkladı. Ekonomik durgunluklar sonrası toparlanmaları saymazsak bu rekor kıran bir büyümedir. Küresel ekonomide %3,2'lik büyümeye kıyasla yüksek olan bu talep artışı, Girişim Elektrik ve Europower için son derece elverişli bir zemin hazırlamaktadır. Yoğun elektrik kullanan cihazların yaygınlaşması, yoğun elektrik gerektiren imalata yönelim ve dijitalleşme ile yapay zekânın güç talep artışının birkaç nedenidir.

Yapay zekânın entegrasyonu ve veri merkezlerinin çoğalması elektrik tüketiminde köklü değişimler yaratmaktadır. S&P Global Commodity Insights, veri merkezlerinin güç talebinin 2030'a kadar yıllık %10-15 büyüyeceğini ve bu alanda tüketimin toplam küresel elektriğin %5'ine kadar çıkabileceğini öngörmektedir. Bu eğilim, şebeke sağlamlığını ve verimliliğini korumak için akıllı şebeke teknolojileri ile gelişmiş enerji yönetim sistemlerinin gerekliliğini öne çıkarmaktadır.

S&P Global, 2035'e kadar dünya genelinde yeni kapasitenin yaklaşık %90'ının yenilenebilirlerden geleceğini; güneş ve rüzgâr enerjisinin ana üretim kaynakları olacağını tahmin etmektedir. Aynı dönemde elektrik depolama kapasitesinin yıllık ortalama %30 büyümesi beklenmektedir. Bu da yenilenebilirlerin kesintili doğasını dengelemek adına enerji depolama sistemlerine büyük bir değer katmaktadır. Küresel enerji depolama pazarının 2030'da yıllık 137 GW (442 GWh) depolama seviyesine ulaşacağı beklenmektedir.

Jeopolitik dinamikler de enerji pazarlarını şekillendiriyor. Birçok ülke enerji kaynaklarını çeşitlendirme ve enerji güvenliğini artırma çabasıdadır. Doğu Avrupa'daki savaş ve Rusya'ya yönelik enerji yaptırımları nedeniyle Avrupa ülkeleri Rus gazına bağımlılığı azaltarak Norveç, ABD, Katar ve Cezayir gibi alternatif tedarikçilere yönelmektedir. Bu dönüşüm, enerji altyapı projeleri ve sınırlar arası enerji yatırımlarıyla ilgilenen şirketler için önemli fırsatlar sunmaktadır.

Operasyonel Görünüm

Kalıcı Rekabet Üstünlüğü

TEİAŞ'ın daha yeşil ve verimli bir iletim-dağıtım sistemi hedefiyle yatırımlarını hızla artırması, nitelikli elektrik taahhüt firmalarına doğrudan avantaj sağlamaktadır. Bu firmalar içinde, TEİAŞ'ın en büyük yüklenicisi konumundaki Girişim Elektrik belirgin bir üstünlük elde etmiş durumdadır. Kamu ihalelerindeki güçlü siciliyle orta vadede bu ivmeyi koruması beklenmektedir.

Şirket, geçmişte faaliyetlerini dikey olarak büyütme konusunda dikkat çekici bir performans sergiledi. Üretim tarafındaki asıl büyüme, şirketin kendi projeleri için ekipman üreten Europower vasıtasıyla gerçekleşti. Bu dikey entegrasyon, tedarik maliyetlerini düşürürken fiyatlandırmada rekabet avantajı yaratmaktadır.

Yenilenebilir enerji sektörü yüksek sermaye gerektiriyor olsa da asıl giriş engelini teknik yetkinlik ve yıllara dayanan sektör tecrübesi oluşturmaktadır. Girişim ve Europower'ın onlarca yılda biriktirdiği mühendislik "know-how'ı" bu bariyeri rakiplerine göre çok daha kolaylıkla aşmalarını sağlamıştır.

Europower'ın ürün hatlarının büyük bir bölümü, Girişim'in EPC projelerindeki dahili talebi karşılamak amacıyla başlamaktadır. Böylece ticari risk minimize edilerek pazara giriş daha sorunsuz ve hızlı olmaktadır. Bu ürünler, hazır bir müşteri tabanına sahip oldukları için yeni giren oyuncuların erişemediği bir başlangıç avantajı elde etmektedir. Yakın zamanda çıkan bir örnek EP World: Girişim'in hâlen dış tedarikçi kullandığı yüksek gerilim trafolarını EP World

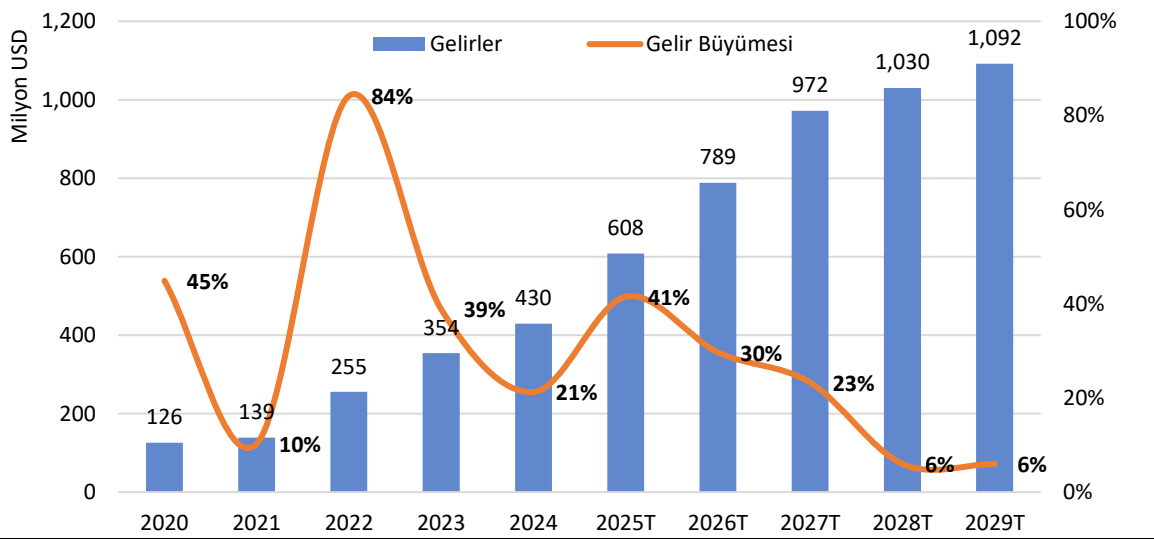
kendi bünyesinde üreterek bu alımı içselleştirmeyi hedeflemektedir. Hazır müşteri tabanı sayesinde EP World'ün yatırım geri dönüşü hızlanacak ve kapasite genişledikçe yurt dışı satış payı da artacaktır.

Hızla Büyüyen Gelirler

Girişim Elektrik son beş yılda gelirlerini etkileyici biçimde büyüttü: 2020'de 126 milyon USD olan ciro 2024'te 430 milyon USD'ye ulaştı (yıllık bileşik %36'lık bir artış). Bu hızlı yükselişin, EP World ve Euromek yatırımlarının katkısıyla 2026'ya kadar sürmesini beklemekteyiz.

Euromek 2025 başında faaliyete geçti ve bu yılın cirosuna belirgin bir katkı sağlaması öngörülmektedir. EP World ise 2025'in son çeyreğinde faaliyete geçecek, ama gelirleri aslen 2026'da yansıyacaktır. Buna göre Girişim'in 2025'te %41, 2026'da %30 ve 2027'de %23 ciro artışı elde edebileceğine inanmaktayız. Sonrasında şirketin 2027 yılından 2030'a kadar yıllık ciro artışının %6 seviyesinde stabil olacağını ve 2034'e kadar %4 seviyesinde olmasını bekliyoruz. Bu oran, küresel trafo pazarı için 2035'e dek öngörülen %6 – 9 CAGR bandına kıyasla temkinli bir varsayımdır.

Girişim Elektrik Gelir Büyümesi



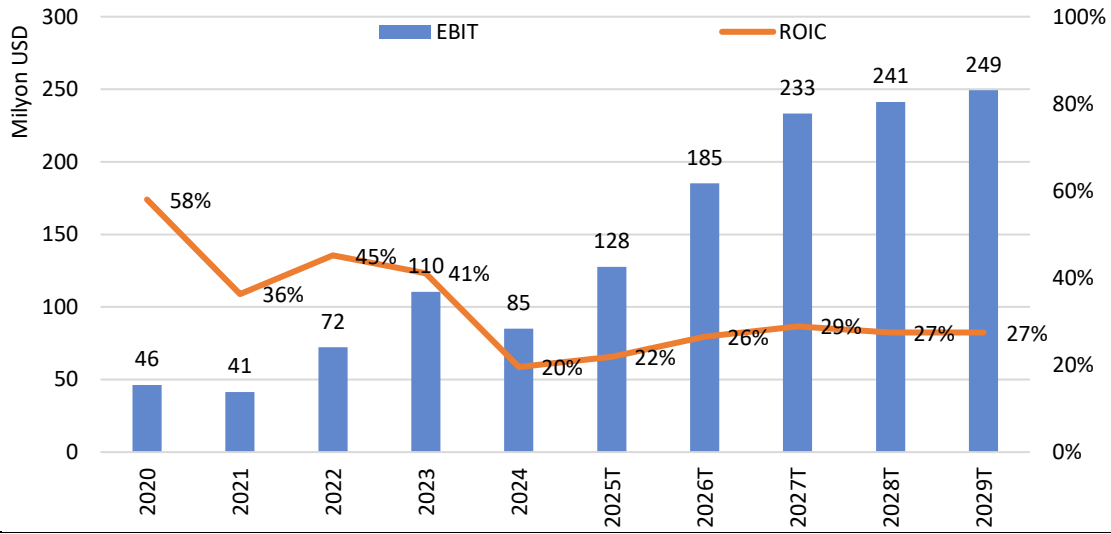
Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

1Ç25 itibarıyla Girişim Elektrik ve Europower'ın aktif EPC sözleşme bakiyesi 386 milyon USD (14,6 milyar TL). Sözleşmelerin %44,2'si USD, %41,2'si TL, %14,6'sı EUR bazlı. TRY bazlı kontrat tutarları, maliyet ve emtia fiyatlarına endeksli formüllerle güncellendiği için şirket operasyonlarında doğal bir koruma (hedge) mekanizması oluşturmaktadır. Çoğu projenin inşaat süresi kısa ve 2025 içinde tamamlanacağı öngörülmektedir. 386 milyon USD'nin yalnızca yurt içi EPC işleri kapsadığını, yurt dışı projeler ile Europower'ın ürün satışlarını içermemektedir.

Sermaye Getirisinde (ROIC) Olağanüstü Performans ve Yüksek Karlılık

Hızlı büyüyen cirodan bile heyecan verici olan veri, şirketin yakaladığı yüksek sermaye getirisidir. 2020-2024 döneminde Girişim Elektrik'in ortalama yatırılan sermaye kârlılığı (ROIC) %40 seviyesinde gerçekleşti; böylece şirket büyümesini aşırı borca başvurmadan, özkaynağıyla finanse edebildi. Aşağıdaki grafikte görüleceği üzere, 2024 ROIC oranında bir gerileme oldu. Bu düşüş, Türk Lirası'nın reel efektif kuru ve enflasyon muhasebesinin kârlılığı baskılamasından kaynaklanmıştır. Benzer etkinin 2025'te de görülerek ROIC'nin %22 civarında olabileceğini düşünmekteyiz. 2026 sonrasında ise güç trafo yatırımlarının marjları yukarı çekmesiyle ROIC'nin uzun vadede %27 seviyesinde dengeleneceğini öngörmekteyiz. Bu oran tarihsel %40'ın altında olsa da kârlılığı ihtiyatlı tahminimiz ve enflasyon muhasebesinin varlık değerlerini yükseltmesini hesaba katmamız nedeniyle gerçekçi bir nitelik taşıyor; nitekim Türkiye'deki birçok sanayi şirketi 2024 yılında benzer şekilde ROIC'de hızlı düşüş yaşamıştır.

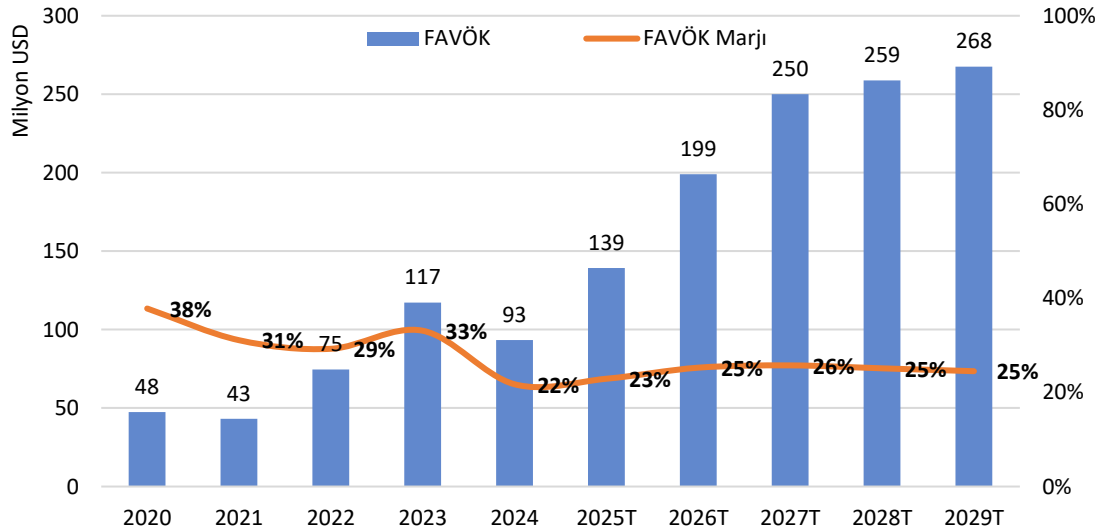
Girişim Elektrik EBIT & ROIC



Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

Aşağıdaki grafik, Girişim Elektrik'in FAVÖK büyümesini ve marjının yıllar içindeki seyrini ortaya koymaktadır. 2025'te marjın bir önceki yıla kıyasla hafifçe iyileşeceğini, 2026'da ise güç trafosu iş kolunun kârlılığı desteklemesiyle daha FAVÖK marjının %25 seviyesine artacağını öngörmekteyiz.

Girişim Elektrik FAVÖK



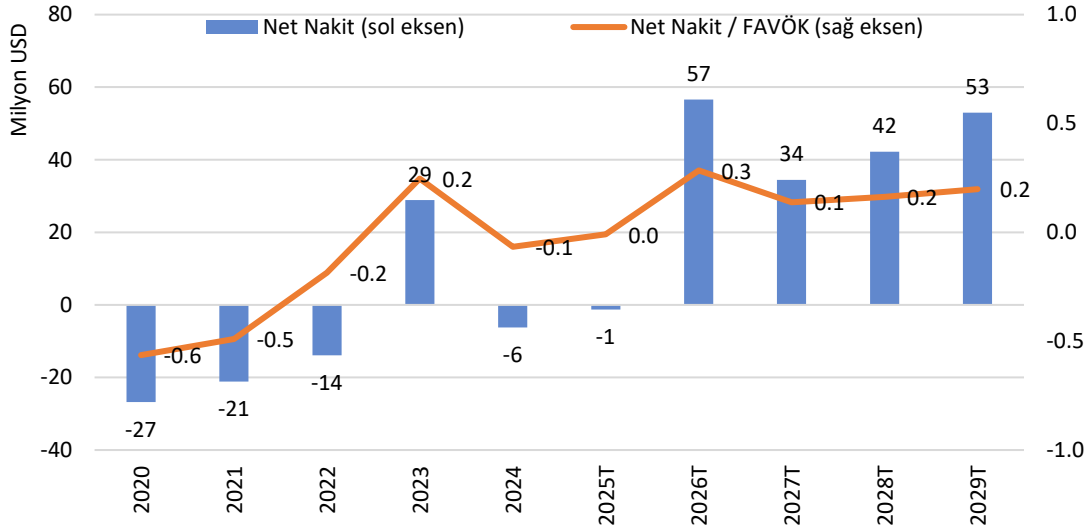
Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

Son beş yılda ortalama %30,6'lık FAVÖK marjı yakalanmış olsa da biz değerlememizde temkinli davranarak uzun vadeli marjı %24 seviyesinde belirledik. Trafo ve şalt ekipmanı sektörünün kârlılığı yüksek kalmaya devam edecek olsa da artan rekabetin marjlarda sınırlı bir gerilemeye yol açabileceğini göz önünde bulundurmaktayız.

Düşük Boçluluk ve Yüksek Nakit Odaklı Büyüme

Girişim Elektrik, önceden de altını çizdiğimiz yüksek kârlılığa sahip iş modeli sayesinde büyümesini büyük ölçüde iç kaynaklardan finanse etmiştir. Şirket, net borç / FAVÖK oranını 2020’den bu yana 0,7’nin altında tutarak 2023 sonunda net nakit pozisyonuna geçti. 2024’teki iki büyük yatırım, EP World ve Euromek, nedeniyle şirket küçük bir net borç pozisyonuna girse de 2026’da yeniden net nakde dönmesini ve nakit birikimini artırmasını beklemekteyiz. Uzun vadede bu yüksek nakit üretimi, şirketin faaliyetlerini daha da genişletmesine ya da yatırımcılarına yüksek temettü dağıtmasına imkân tanıyacaktır. 2026 sonrası yatırım planları netleşmediği için tahminlerimizde şirketin temettü dağıtmayı tercih edeceğini varsayıyoruz.

Girişim Elektrik Net Nakit Pozisyonu



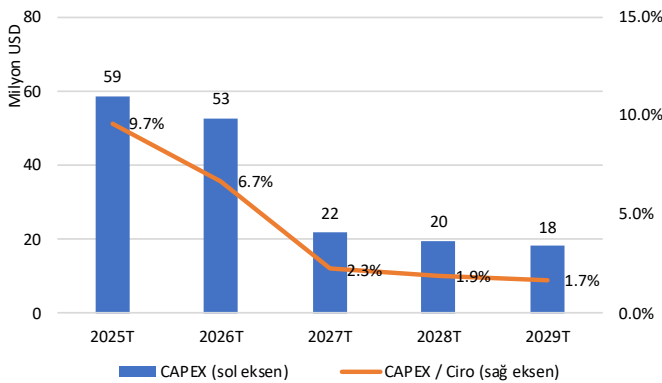
Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

Gelecek Yatırımlar

2025 ve 2026 ciro büyümesinin ana motoru olacak bu yatırımlar, şirketten ilave yatırım harcamaları (CapEx) gerektirecektir. Aşağıdaki tablolar önümüzdeki beş yıla dair tahmini CapEx rakamlarımızı özetlemektedir.

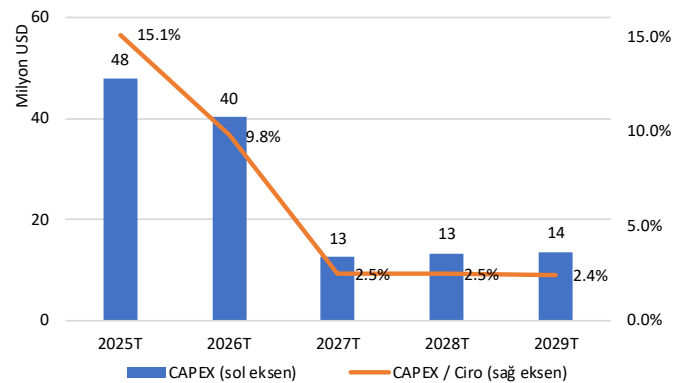
Girişim ve Europower için yeni yatırımlar konusunda temkinli davrandık. Şirket yalnızca 2025 ve 2026’ya yönelik resmi yatırım planlarını açıkladığından, sonraki dönemlerde yeni fabrika yatırımlarının duracağı ve şirketin yalnızca bakım amaçlı harcama yapacağını varsayıyoruz. Uzun vadeli bakım CapEx tahmininde de ihtiyatlı davranarak tarihsel ortalamanın üzerinde bir tutar öngördük.

GESAN Yatırım Harcamaları (CapEx)



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

EUPWR Yatırım Harcamaları (CapEx)

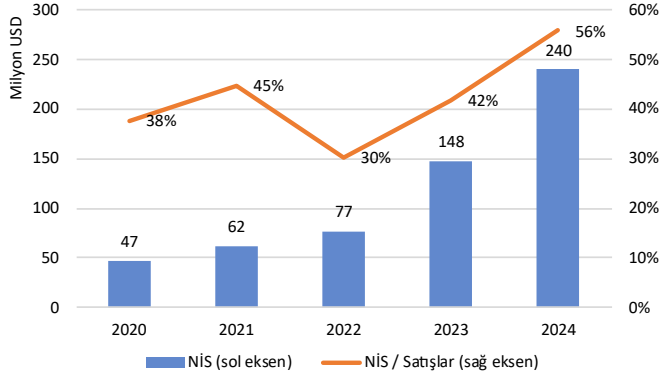


Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Yüksek NİS'e Dikkat!

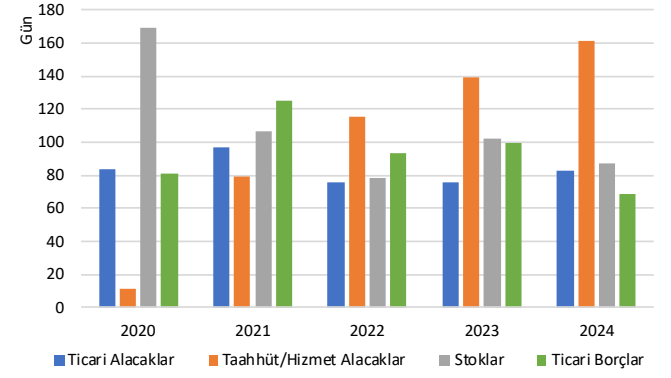
Şirketin taahhüt odaklı iş modeli, satışlara oranla oldukça yüksek bir net işletme sermayesi (NİS) gerektirmektedir. Aşağıdaki ilk grafik, son beş yıla ait NİS ve NİS / satışlar oranını göstermektedir. İkinci tabloda ise NİS'i oluşturan kalemler ve her bir bileşenin tahsilat/gün sayıları yer almaktadır.

Girişim Elektrik Net İşletme Sermayesi



Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

Net İşletme Sermayesinin Kırılımı



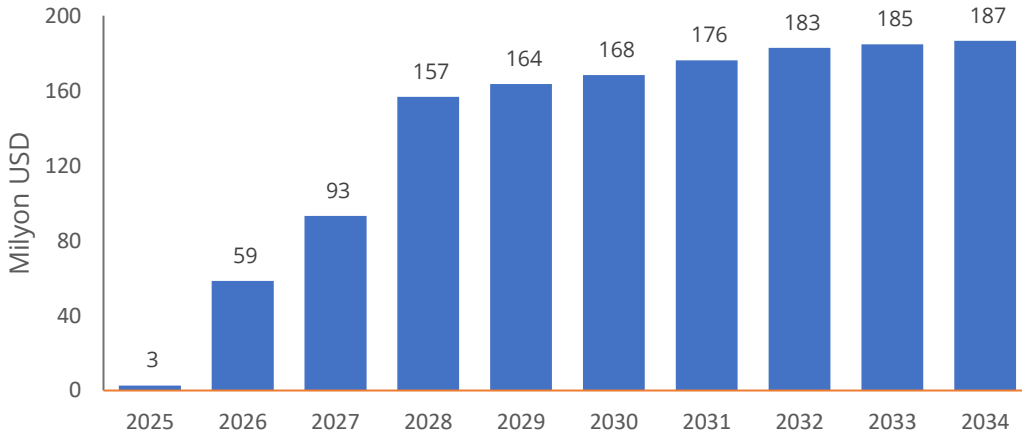
Kaynak: Şirket Verisi and PhillipCapital Araştırma

Son beş yılda NİS/satış oranı ortalama %42 seviyesindedir. Tahminlerimizde, bu oranın 2025'te %47'ye geriledikten sonra uzun vadede yaklaşık %41 civarında yatay seyredeceğini hesapladık. NİS'i hesaplamak için cari varlıklardan nakit ve finansal yatırımları düşüp, cari borçlardan kısa vadeli borcu çıkardık. Yüksek NİS/satış oranı, şirketin ürettiği serbest nakit akışını ciddi biçimde etkilediğinden doğru hesaplamak analiz için kritiktir.

Serbest Nakit Akışının Yükselmesi

Girişim Elektrik son 10 yılda faaliyetlerini büyümeye odaklandığı için henüz temettü dağıtmamıştır. Yüksek yatırım harcamaları ve büyüme döneminde artan net işletme sermayesi nedeniyle 2025'te serbest nakit akışının sınırlı kalacağını, 2026'da ise iyileşme göstereceğini tahmin ediyoruz. Şirketin 2027'de güçlü bir serbest nakit akışı üretimine başlayacağını, 2034'e kadar istikrarlı bir şekilde artacağını öngörmekteyiz.

Girişim Elektrik Serbest Nakit Akışı Tahminleri



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Temel Risk Faktörleri

➤ Tedarik Zincirinde Tıkanıklıklar

International Energy Agency'nin araştırmalarına göre son on yılda dünya genelinde yaklaşık 1,5 milyon km yeni iletim hattı inşa edilse de, şebeke altyapısı artan elektrifikasyon ihtiyacını karşılamakta yetersiz kalmaktadır. 2024 yılında IEA, gelişmiş aşamada olup hâlâ şebekeye bağlanamayan 1.650 GW'lık güneş ve rüzgâr projesi tespit etti; Güç trafoları ve kablo gibi temel ekipmanların fiyatları ile temin süreleri son dört yılda neredeyse ikiye katlandı. Bu tıkanıklıklar, Girişim Elektrik ve Europower gibi şebeke kurulumuna odaklı şirketler için proje gecikmeleri, ek maliyetler ve olası cezalar anlamına gelmektedir.

➤ Emtia Fiyatlarında Dalgalanmalar

Girişim ve Europower'ın ham maddeye karşı bağılılığı, şirketlerin bakır, çelik, gümüş, alüminyum ve epoksiye bağımlı üretim yapısı kâr marjlarını baskılayabilir. İhale teklifi verildikten sonra bu maddelerin fiyatlarında ani bir artış, maliyet üstlenilirse şirketleri kısa vadeli üretim şokuna sokabilir; müşteriye yansıtılırsa talebi zayıflatır.

➤ Döviz Kurlarına Dalgalanmalar

Yabancı para cinsinden alım-satımlar ile yerel para üzerinden yapılan satışlar arasında kur farkı riski oluşabilir. Şimdilik ortada bir sorun bulunmamaktadır; ancak önümüzdeki yıllarda kurun yüksek olduğu dönemde alım yapıp düşük kurda satış yapılması, özellikle ihracat payının arttırılması için uğraşılan bu dönemde kârlılığı olumsuz etkileyebilir.

➤ Alınan Stratejik Önlemler

Bu zorlukların üstesinden gelmek için Girişim ve Europower birden fazla risk azaltıcı strateji benimsedi. Europower, her bir ham madde ve sarf malzemesi için en az iki onaylı tedarikçiyle çalışarak tek kaynağa bağımlılığı azaltmaktadır. Şirketlerin enterprise resource planning (ERP) sistemleri, stok kritik seviyeye indiğinde uyarı verir; ithal edilen malzemelerde bu seviye daha yüksek tutulmaktadır (örneğin epoksi). Kur riskine karşı henüz resmi bir hedge sözleşmesi yapılmadı, ancak şirketler makroekonomik gelişmeleri yakından izliyor ve ileride hedge uygulamasına geçilebileceğini belirtmiş bulunmaktadırlar.

Çarpan Analizi

Yaptığımız çarpan analizine göre GESAN şu anda ileriye dönük F/K oranına göre 80%, ileriye dönük FD/FAVÖK oranına göre 70% iskonto ile işlem görmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Quanta Services Inc	ABD	57,285	37.4	32.7	22.3	20.2
Kec International Ltd	Hindistan	2,709	23.4	17.1	12.8	10.3
Mastec Inc	ABD	13,565	28.4	23.9	13.6	11.9
Pc1 Group Jsc	Vietnam	314	12.6	9.7	7.1	6.6
Skipper Ltd	Hindistan	675	26.2	21.2	12.4	10.1
Hd Hyundai Electric Co Ltd	Güney Kore	12,644	25.9	21.3	17.5	14.6
Ortalama (Kırpılmış %10 - %90)			25.6	21.0	14.3	12.3
GESAN		532	5.4	3.8	4.7	3.3
Prim / İskonto			-79%	-82%	-67%	-73%

EUPWR ise şu anda ileriye dönük F/K oranına göre 49%, ileriye dönük FD/FAVÖK oranına göre 47% iskonto ile işlem görmektedir.

Şirket	Ülke	Piyasa Değeri (mln USD)	F/K		FD/FAVÖK	
			2025T	2026T	2025T	2026T
Astor Transformator Enerji	Türkiye	2,288	-	-	-	-
Nexans Sa	Fransa	5,716	15.4	14.0	7.0	6.6
Abb Ag-Bearer	İsviçre	-	-	-	-	-
Schneider Electric Se	Fransa	151,354	25.3	22.6	16.1	14.8
Eaton Corp Plc	İrlanda	141,694	30.2	26.7	23.1	20.8
China Xd Electric Co Ltd-A	Çin	4,511	20.4	16.0	11.4	9.2
Hd Hyundai Electric Co Ltd	Güney Kore	12,644	25.9	21.3	17.5	14.6
Powell Industries Inc	ABD	2,548	14.9	15.2	9.9	9.4
Elsweddy Electric Co	Mısır	3,285	10.5	8.9	4.6	4.3
General Electric	ABD	282,241	47.1	40.6	30.2	27.2
Weg Sa	Brezilya	29,965	23.9	20.9	17.3	15.3
Shihlin Electric & Engineer	Tayvan	3,300	24.1	20.9	-	-
Ortalama (Kırpılmış %20 - %80)			22.5	19.5	14.6	12.9
EUPWR		506	12.9	8.6	8.9	6.0
Prim / İskonto			-43%	-56%	-39%	-54%

Değerlememizde doğrudan bir çarpan analizine yer vermedik, ancak bu şirketleri küresel benzerleriyle değerlendirmeyi farklı bir bakış açısı olarak faydalı buluyoruz. Yüksek iskonto oranları hem GESAN'ın hem de EUPWR'ın piyasa değerinin oldukça altında işlem gördüğünü desteklemektedir. İNA modelimizin de gösterdiği gibi, GESAN'daki iskonto oranı EUPWR'a kıyasla daha yüksektir.

Değerleme

Aşağıdaki tablolar Girişim ve Europower için 2034 yılına kadar olan serbest nakit akışı hesaplamalarımızı ve AOSM varsayımlarımızı göstermektedir.

Girişim Elektrik

AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Sermaye Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Borç Ağırlığı	4.6%	3.2%	2.5%	2.0%	1.5%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
Özkaynak Ağırlığı	95.4%	96.8%	97.5%	98.0%	98.5%	98.9%	99.0%	99.0%	99.1%	99.1%
Borç / Özsermaye	4.8%	3.3%	2.5%	2.0%	1.5%	1.1%	1.0%	1.0%	0.9%	0.9%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Vergi Oranı	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borçlanma Maliyeti	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Özkaynak Maliyeti	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
AOSM	12.7%	12.8%	12.8%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%

Değerleme	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FVÖK	127.7	185.3	233.3	241.2	249.4	257.8	264.0	267.6	271.4	275.1
Amortisman	11.6	13.8	16.8	17.5	18.2	18.9	19.5	19.8	20.2	20.6
FAVÖK	139.2	199.1	250.1	258.7	267.6	276.7	283.4	287.5	291.6	295.7
Vergi Giderleri	29.2	46.2	58.9	60.6	62.8	65.1	66.7	67.8	68.9	70.1
Yatırım Harcamaları	58.7	52.7	21.9	19.6	18.2	18.9	19.5	19.8	20.2	20.6
Net İşletme Sermayesi Değişimi	45.6	41.6	76.1	21.8	23.0	24.3	21.0	17.1	17.7	18.3
Serbest Nakit Akışı	5.8	58.6	93.2	156.7	163.5	168.4	176.2	182.8	184.7	186.6
İskonto Oranı	12.7%	12.8%	12.8%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
İndirgenmiş Nakit Akımı	2.4	46.1	65.0	96.8	89.5	81.6	75.6	69.4	62.1	55.6

Europower Enerji

AOSM Varsayımları	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
Risksiz Faiz Oranı	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
Sermaye Risk Primi	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
Borç Ağırlığı	4.6%	3.0%	1.9%	1.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Özkaynak Ağırlığı	95.4%	97.0%	98.1%	98.9%	99.7%	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%	99.8%
Borç / Özsermaye	4.8%	3.1%	1.9%	1.1%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
Beta	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Vergi Oranı	23.0%	23.0%	23.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
Borçlanma Maliyeti	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
Özkaynak Maliyeti	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
AOSM	12.7%	12.8%	12.9%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%

Değerleme	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T	2033T	2034T
FVÖK	50.7	76.4	110.9	118.7	124.3	130.1	134.9	139.9	145.1	150.4
Amortisman	7.9	10.3	12.6	13.1	13.6	14.1	14.6	15.0	15.4	15.9
FAVÖK	58.6	86.7	123.5	131.8	137.9	144.3	149.5	154.9	160.5	166.3
Vergi Giderleri	11.7	17.5	25.6	30.1	31.5	33.0	34.3	35.6	37.0	38.4
Yatırım Harcamaları	47.9	40.3	12.6	13.4	13.6	14.1	14.6	15.0	15.4	15.9
Net İşletme Sermayesi Değişimi	11.3	15.3	9.7	9.0	9.5	10.0	8.8	9.2	9.7	10.2
Serbest Nakit Akışı	-12.3	13.6	75.6	79.4	83.3	87.0	91.8	95.1	98.4	101.9
İskonto Oranı	12.7%	12.8%	12.9%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
İndirgenmiş Nakit Akımı	-5.0	10.7	52.7	49.0	45.5	42.1	39.3	36.0	33.0	30.2

Değerleme modelimizde kullanılan varsayımları aşağıdaki tablolarda bulabilirsiniz. 12 aylık USD/TRY kuru tahmini, Merkez Bankası anketleri ve araştırma ekibimizin beklentileri doğrultusunda belirlenmiştir. Transformatör pazarı ve yenilenebilir enerji sektörünün çok daha hızlı büyümesi tahmin edilse de temkinli olmak adına sonsuz büyüme oranını %2 gibi oldukça konservatif bir seviyede tuttuk.

Girişim Elektrik (GESAN)

Yapılan Varsayımlar	
Sonsuz Büyüme Oranı	2%
USDTRY (Güncel Kur)	40.21
USDTRY 12 Aylık Tahmin	47.00

Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)	
Firma Değeri	1,162
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	36
Borç (-)	50
Azınlık Payları (-)	284
Adil Değer	864
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	974
Toplam Pay Sayısı (Mn Adet)	460

Cari Fiyat (USD)	1.16
Cari Fiyat (TL)	46.50
12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	2.12
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	99.00
Getiri Potansiyeli (TL)	113%

Europower Enerji (EUPWR)

Yapılan Varsayımlar	
Sonsuz Büyüme Oranı	2%
USDTRY (Güncel Kur)	40.21
USDTRY 12 Aylık Tahmin	47.00

Hedef Fiyatın Hesaplanması (Mn USD)	
Firma Değeri	614
Nakit ve Nakit Benzerleri (+)	23
Borç (-)	20
Azınlık Payları (-)	16
Adil Değer	600
12 Aylık Hedef Piyasa Değeri	677
Toplam Pay Sayısı (Mn Adet)	660

Cari Fiyat (USD)	0.77
Cari Fiyat (TL)	30.80
12 Aylık Hedef Fiyat (USD)	1.03
12 Aylık Hedef Fiyat (TL)	48.00
Getiri Potansiyeli (TL)	56%

31.03.2025 itibarıyla nakit, finansal yatırımlar ve borçlar

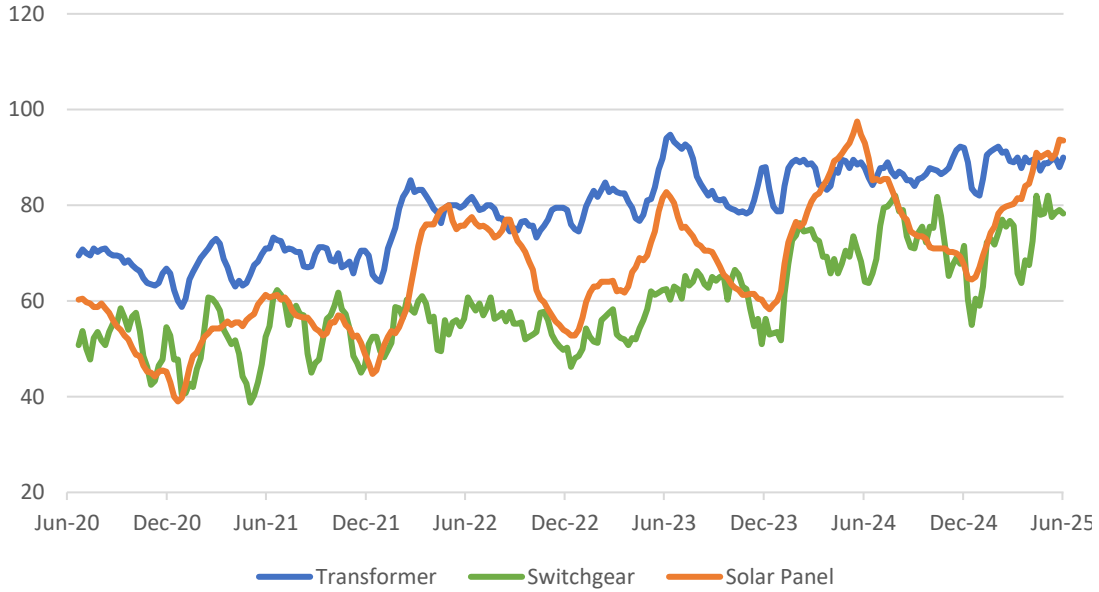
Gelirlerin ve satış maliyetlerinin büyük bölümü dövizle endeksli olduğu için hem GESAN hem de EUPWR için USD bazlı indirgenmiş nakit akımı yöntemi kullandık. Risksiz faiz oranını %7,5'te sabitledik. Önümüzdeki yıllarda ABD 10 yıllık tahvil faizinin ve Türkiye CDS primlerinin düşmesi hâlinde bu oranın gerilemesi ek getiri potansiyeli yaratabilir. Uzun vadeli AOSM oranımız Girişim için %12,9 civarında, halka açık çoğu şirkete kıyasla yüksektir. Bunun nedeni, şirketin neredeyse sıfır borç ve yüksek nakit ile büyümesidir.

Temkinli varsayımlar altında dahi hem Girişim hem de Europower için önemli bir yukarı yönlü potansiyel görmekteyiz; bu da her iki hissenin ne kadar derin bir iskontoyla işlem gördüğünün bir başka kanıtıdır.

Popülerlik ve İlgi

Son olarak, Google Trends grafiği eklemenin ilginç olacağını düşündük ve kafa karışıklığı yaratmamak adına bunu araştırmanın en sonunda bonus olarak sunmaya karar verdik. Google Trends, bir konunun ne kadar popüler olduğunu internette araştırılma miktarını ölçerek ilgili pazarın talebi ve büyümesi hakkında fikir vermektedir. Biz üç ana konu seçtik: “trafo”, “şalt cihazı” ve “güneş paneli”. İlk başta yaptığımız “transformer” araması, aynı adlı film serisi nedeniyle yanıltıcı bir rakam sundu. Daha spesifik davranıp bu konuların “Enerji ve kamu hizmetleri” kategorisindeki trendlerine bakmayı uygun gördük. Veriler, bu üç pazara da ilginin hızla arttığını göstermektedir. Ayrıca güneş panellerine olan ilginin her yıl haziran ayında zirve yapması da bize oldukça ilginç geldi.

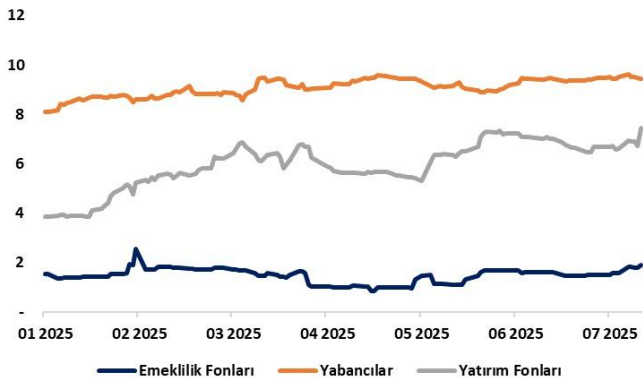
Google Trends - Interest Over Time in “Energy & Utilities” Category



Kaynak: Google Trends

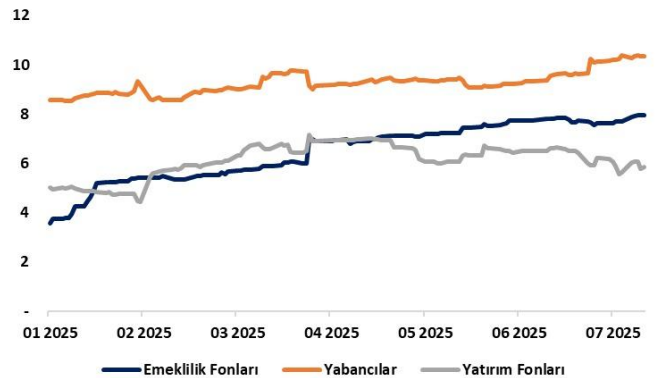
Son olarak, aşağıdaki tablolar 2025 başından bu yana GESAN ve EUPWR hisselerine farklı yatırımcı gruplarının ilgisinin değişimini göstermektedir. Fonların ve yabancı yatırımcıların payı hâlâ düşük olsa da, her iki şirkete de karşı artan bir ilgi söz konusudur.

GESAN Yabancı Yatırımcı ve Fon Sahipliği Oranları



Kaynak: Matriks and PhillipCapital Araştırma

EUPWR Yabancı Yatırımcı ve Fon Sahipliği Oranları



Kaynak: Matriks and PhillipCapital Araştırma

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayınlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler 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 yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlara ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.