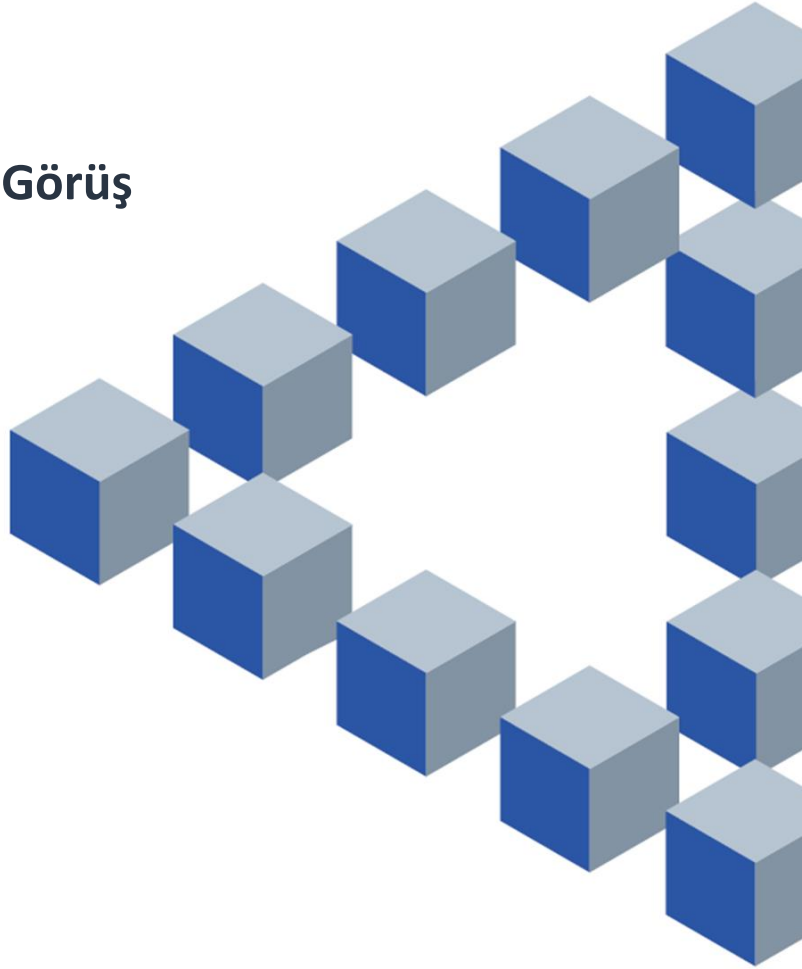


Astor Enerji A.Ş.

Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Görüş

10 Ocak 2023



İçindekiler

1	Halka Arz ile İlgili Bilgiler	4
2	Şirket Hakkında Özet Bilgi	5
3	Finansal Durum	6
4	Değerleme Hakkında Özet Bilgi	10
4.1	Pazar Yaklaşımı	10
4.1.1	Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi	10
4.1.2	Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Piyasa Çarpan Analizi	11
4.1.3	Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Analizi	12
4.1.4	Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpan Analizi	13
4.1.5	Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları	16
4.2	Gelir Yaklaşımı	16
4.3	Sonuç	18
5	Görüş	19
5.1	Pazar Yaklaşımı	19
5.2	Gelir Yaklaşımı	19
5.3	Sonuç	19

Önemli Not

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("İş Yatırım") Kurumsal Finansman Müdürlüğü tarafından, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("TEB Yatırım") halka arza aracılık eden yetkili kuruluşlar olduğu Astor Enerji A.Ş. ("Astor Enerji", "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında TEB Yatırım'ın hazırladığı 22 Kasım 2022 tarihli 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 İş Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1 Halka Arz ile İlgili Bilgiler

Tablo 1: Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

Halka Arza İlişkin Bilgiler	
Konsorsiyum Lideri	TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar ve Şirket Çalışanları için Oransal Dağıtım
Mevcut Çıkarılmış Sermaye	850.000.000 TL
Halka Arz Oranı	%17,54 (Ek Satış Dahil: 21,04%)
Halka Arz Metodu	Ek Satış Haricinde: %84,6 Sermaye Artırımı %15,4 Ortak Satışı Ek Satış Dahilinde: %70,5 Sermaye Artırımı %29,5 Ortak Satışı
Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer)	Sermaye Artırımı: 148.000.000 TL Ortak Satışı: 27.000.000 TL Toplam: 175.000.000 TL
Ek Satış	35.000.000 TL
Satmama Taahhüdü	Şirket ve Ortak için 1 yıl
Tahsisat Grupları	Yurt İçi Bireysel Yatırımcılar: %47 Şirket Çalışanları: %3 Yurt İçi Kurumsal Yatırımcılar: %40 Yurt Dışı Kurumsal Yatırımcılar: %10
Fiyat İstikrarı	30 gün süreyle yapılması planlanmaktadır.
Halka Arz Büyüklüğü	Ek Satış Hariç: 2.187.500.000 TL Ek Satış Dahil: 2.625.000.000 TL
Talep Toplama	11-12-13 Ocak 2023
Halka Arz Fiyatı	12,50 TL
BIST İşlem Kodu	ASTOR
Bağımsız Denetçi	Eren Bağımsız Denetim A.Ş.

Kaynak: İzahname

Tablo 2: Halka Arz Öncesi ve Sonrası Ortaklık Yapısı

Ortaklar	Pay Grubu	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası (Ek Satış)	
		Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)	Tutar (TL)	Pay (%)
Feridun Geçgel	A	170.000.000	20%	170.000.000	17%	170.000.000	17%
	B	680.000.000	80%	653.000.000	65%	618.000.000	62%
Halka Açık	B	-	0%	175.000.000	18%	210.000.000	21%
TOPLAM		850.000.000	100%	998.000.000	100%	998.000.000	100%

Kaynak: İzahname



Tablo 3: Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Alanları

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri	Kullanıma İlişkin Yüzdesel Aralık
Üretim Tesisi ve Yeni Ürün Yatırımları	%40 - 45
Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları	%10 - 15
Elektrik Araç Şarj İstasyonu Hizmeti Yatırımları	%5 - 10
İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi	%20 - 25
Finansal Borçların Ödenmesi	%20 - 25

Kaynak: İzahname

2 Şirket Hakkında Özet Bilgi

Astor Enerji A. Ş. 1983 yılında kurulmuştur ve 2005 yılında Geçgel Ailesi tarafından satın alınmıştır. Şirket elektrik enerji sektöründe üretim, iletim ve dağıtım, endüstriyel tesisler için güç ve dağıtım transformatörleri ve orta/yüksek gerilim ekipmanları üretmektedir.

Şirket üretim faaliyetlerini Ankara’da 140 bin metrekarelik bir arsa üzerine kurulu olan 105 bin metrekarelik kapalı alandaki üretim tesisinde gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca 2009 yılından itibaren Ar-Ge faaliyetleri sürdürmektedir ve 35 adet tamamlanmış prototipe sahiptir.

Şirket’in başlıca ürünleri Dağıtım Transformatörleri: Yağlı Tip, Kuru Tip, Şönt Reaktörleri, Endüstriyel/Özel Tip Transformatörler; Güç Transformatörleri; Orta Gerilim Anahtarlama: Metal Mahfazalı Ekipman, Metal Clad Ekipman, Anahtarlar/ Devre Kesiciler, Kompakt/Metal Trafo Merkezleri; Yüksek Gerilim Anahtarlama: YG Live Tank Devre Kesiciler. Bunların haricinde ticari satışlar ise satış sonrası hizmetleri, ticari mal satışlarını ve hammadde satışlarını içermektedir.

Şirket’in satışlarının ürün bazında kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 4: Satışların Ürün Bazında Kırılımı

(TL)	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2022	%
Dağıtım Transformatörleri	417.896.178	37,6%	501.882.064	34,6%	1.046.445.938	33,2%	2.107.160.136	45,5%
Güç Transformatörleri	306.070.833	27,6%	609.373.800	42,1%	1.406.441.280	44,6%	1.423.839.711	30,8%
YG Anahtarlama	-	0,0%	-	0,0%	92.799.561	2,9%	97.829.276	2,1%
OG Anahtarlama	136.799.323	12,3%	175.866.932	12,1%	408.112.734	12,9%	787.914.572	17,0%
Ticari Satışlar	249.957.217	22,5%	161.643.551	11,2%	200.502.797	6,4%	209.407.985	4,5%
Toplam	1.110.723.551		1.448.766.347		3.154.302.310		4.626.151.680	

Kaynak: İzahname

Şirket'in satışlarının pazar bazında kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 5: Satışların Pazar Bazında Kırılımı

(TL)	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2022	%
TEİAŞ	130.221.000	11,7%	255.800.290	17,7%	732.233.460	23,2%	301.076.872	6,5%
TEİAŞ - Müteahhit	59.712.880	5,4%	108.783.120	7,5%	268.407.858	8,5%	367.580.285	7,9%
Elektrik Dağıtım Şirketleri	145.832.748	13,1%	98.015.883	6,8%	263.098.959	8,3%	359.910.945	7,8%
Endüstriyel Şirketler Grubu	418.887.979	37,7%	502.882.043	34,7%	848.078.357	26,9%	1.252.622.453	27,1%
Bayi Ağı	133.705.278	12,0%	205.006.541	14,2%	483.490.167	15,3%	1.478.669.790	32,0%
İhracat Pazarları	222.363.668	20,0%	278.278.471	19,2%	558.993.508	17,7%	866.291.334	18,7%
Toplam	1.110.723.553		1.448.766.348		3.154.302.309		4.626.151.679	

Kaynak: İzahname

Şirket'in satışlarının yurt içi ve ihracat şeklindeki kırılım bilgileri aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Tablo 6: Satışların Yurt İçi ve Yurt Dışı Bazında Kırılımı

Net Satışlar'ın İhracat ve Yurt İçi Kırılımı								
(TL)	31.12.2019	%	31.12.2020	%	31.12.2021	%	30.09.2022	%
İhracat	222.363.668	20,0%	278.278.471	19,2%	558.993.508	17,7%	866.291.334	18,7%
Yurt İçi	888.359.883	80,0%	1.170.487.877	80,8%	2.595.308.801	82,3%	3.759.860.346	81,3%
Toplam	1.110.723.551		1.448.766.348		3.154.302.309		4.626.151.680	

Kaynak: İzahname

3 Finansal Durum

Şirket'e ilişkin Bilanço, Gelir Tablosu aşağıdaki tablolarda yer almaktadır.

Tablo 7: Bilanço

BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Nakit ve Nakit Benzerleri	94.004.816	224.697.347	293.096.282	212.890.419
Finansal Yatırımlar	-	-	1.129.388	298.971.272
Ticari alacaklar	495.324.245	429.845.537	1.385.671.865	2.118.394.124
Diğer alacaklar	15.169.698	65.892.868	99.807.066	162.110.221
Stoklar	185.872.379	344.535.871	551.630.889	1.185.235.484
Peşin ödenmiş giderler	41.379.318	77.218.510	165.965.179	509.525.834
Diğer dönen varlıklar	5.934.871	436.000	1.596.978	5.485.519
Dönen varlıklar	837.685.327	1.142.626.133	2.498.897.647	4.492.612.873
Diğer alacaklar	636	1.019.831	8.455.245	8.142.628
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	12.613.308	16.594.255	-	-
Maddi duran varlıklar	381.778.761	447.723.701	521.632.877	878.458.672
Maddi olmayan duran varlıklar	54.486.514	75.308.284	108.518.761	124.568.472
Peşin ödenmiş giderler	2.735.878	1.439.877	1.529.640	16.317.555
Ertelenmiş vergi varlığı	1.983.457	2.811.373	45.924.695	213.409.495
Duran varlıklar	453.598.554	544.897.321	686.061.218	1.240.896.822
Toplam Varlıklar	1.291.283.881	1.687.523.454	3.184.958.865	5.733.509.695



BİLANÇO				
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ			
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Kısa vadeli borçlanmalar	114.694.302	398.874.571	1.021.271.660	1.244.118.607
Diğer finansal yükümlülükler	70.555	-	-	-
Ticari borçlar	441.662.383	282.168.097	466.178.919	878.878.702
Çalışanlara sağlanan faydalar kapsamında borçlar	5.187.592	8.172.522	16.193.751	37.961.472
Ertelenmiş gelirler	99.078.918	79.406.714	202.160.468	597.560.314
Türev araçlar	-	-	62.631.570	7.988.751
Dönem karı vergi yükümlülüğü	-	-	41.059.958	103.362.547
Diğer kısa vadeli yükümlülükler	2.742.281	20.982.363	18.085.376	98.386.480
Kısa vadeli yükümlülükler	663.436.031	789.604.267	1.827.581.702	2.968.256.873
Uzun vadeli borçlanmalar	289.625.212	331.819.298	249.111.955	183.620.089
Uzun vadeli karşılıklar	7.643.521	7.441.036	9.689.869	20.377.237
Uzun vadeli yükümlülükler	297.268.733	339.260.334	258.801.824	203.997.326
Ödenmiş sermaye	192.622.306	192.622.306	850.000.000	850.000.000
Kardan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	12.775.677	12.775.677	27.187.388	52.168.495
Kar veya zararda yeniden sınıflandırılmayacak diğer kapsamlı gelirler veya giderler	- 1.507.459	986.841	24.453.605	386.841.794
Geçmiş yıllar karları/ (zararları)	- 758.382	126.688.593	- 320.746.811	171.953.239
Net dönem karı	127.446.975	225.585.436	517.681.157	1.100.291.968
Toplam Özkaynaklar	330.579.117	558.658.853	1.098.575.339	2.561.255.496
Toplam Kaynaklar	1.291.283.881	1.687.523.454	3.184.958.865	5.733.509.695

Kaynak: İzahname

Tablo 8: Gelir Tablosu

GELİR TABLOSU					
(TL)	BAĞIMSIZ DENETİMDEN GEÇMİŞ				
	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Hasılat	1.110.723.551	1.448.766.348	3.154.302.309	2.007.139.972	4.626.151.679
Satışların maliyeti	- 862.118.326	- 1.023.311.543	- 2.270.192.749	- 1.565.040.467	- 3.336.435.637
Brüt kar	248.605.225	425.454.805	884.109.560	442.099.505	1.289.716.042
Operasyonel Giderler	- 40.918.977	- 78.163.889	- 108.656.236	- 71.004.445	- 188.560.731
Esas faaliyetlerden diğer gelirler/giderler (net)	- 9.844.291	26.718.276	230.857.155	50.370.832	196.609.615
Esas faaliyet karı	197.841.957	374.009.192	1.006.310.479	421.465.892	1.297.764.926
Yatırım faaliyetlerinden gelirler/giderler (net)	2.795.454	4.889.828	- 8.687.311	3.826.711	63.083.695
Finansman gideri öncesi faaliyet karı	200.637.411	378.899.020	997.623.168	425.292.603	1.360.848.621
Finansman gelirleri/giderleri (net)	- 71.598.416	- 154.280.543	- 442.526.722	- 134.683.099	- 167.962.466
Vergi öncesi karı	129.038.995	224.618.477	555.096.446	290.609.504	1.192.886.155
Dönem vergi gideri (-)	-	- 484.532	- 57.468.871	- 31.676.869	- 198.830.566
Ertelenmiş vergi geliri/gideri (-)	- 1.592.020	1.451.491	20.053.582	4.501.990	106.236.379
Net dönem karı	127.446.975	225.585.436	517.681.157	263.434.625	1.100.291.968



Kaynak: İzahname

Şirket'in net finansal borçluluk durumu aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 9: Net Finansal Borçluluk Durumu

Net Borçluluk Durumu (30.09.2022)	Tutar (TL)
A. Nakit ve nakit benzerleri	212.890.419
B. Alım Satım Amaçlı Finansal Varlıklar	298.971.272
C. Likidite (A+B)	511.861.691
F. Kısa Vadeli Borçlanmalar	1.135.374.193
G. Uzun Vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	108.744.414
I. Kısa Vadeli Finansal Borçlar (F+G+H)	1.244.118.607
J. Kısa Vadeli Net Finansal Borçluluk (I-E-D)	732.256.916
K. Uzun Vadeli Borçlanmalar	183.620.089
M. Türev Araçlar	7.988.751
N. Uzun Vadeli Finansal Borçluluk (K+L+M)	191.608.840
O. Net Finansal Borçluluk (J+N)	923.865.756

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Şirket'in geçmiş dönem ve güncel borçluluk durumuna ait özet bilgiler aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 10: Geçmiş Dönem ve Güncel Borçluluk

TL	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Kısa Vadeli Borçlanmalar	114.694.302	398.874.571	1.021.271.660	1.244.118.607
Uzun Vadeli Borçlanmalar	289.625.212	331.819.298	249.111.955	183.620.089
Türev Araçlar	-	-	62.631.570	7.988.751
Toplam Finansal Yükümlülükler	404.319.514	730.693.869	1.333.015.185	1.435.727.447
Nakit ve Nakit Benzerleri	94.004.816	224.697.347	293.096.282	212.890.419
Finansal Yatırımlar	-	-	1.129.388	298.971.272
Net finansal borç	310.314.698	505.996.522	1.038.789.515	923.865.756
Toplam Özkaynaklar	330.579.117	558.658.853	1.098.575.339	2.561.255.496
Net finansal borç / Toplam Özkaynaklar	0,94	0,91	0,95	0,36
FAVÖK*	243.309.829	404.006.247	843.018.329	1.581.002.223
Net Finansal Borç/ FAVÖK*	1,28	1,25	1,23	0,58

Kaynak: İzahname

*30.09.2022 FAVÖK değeri son 12 ay olarak hesaplanmıştır.

*FAVÖK değerleri bağımsız denetimden geçmemiştir. (Brüt kar - Genel yönetim giderleri - Pazarlama, satış, dağıtım giderleri - Araştırma ve geliştirme giderleri + Amortisman ve itfa giderleri olarak hesaplanmıştır).

Şirket'in likidite oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 11: Likidite Oranları

Net İşletme Sermayesi	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	837.685.327	1.142.626.133	2.498.897.647	4.492.612.873
Kısa Vadeli Yükümlülükler	663.436.031	789.604.267	1.827.581.702	2.968.256.873
Net İşletme Sermayesi	174.249.296	353.021.866	671.315.945	1.524.356.000

Kaynak: İzahname



Şirket'in mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 12: Mali Yapı Oranları

Mali Yapı Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Kaldıraç Oranı	0,74	0,67	0,66	0,55
Kısa Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,51	0,47	0,06	0,52
Uzun Vadeli Yükümlülükler/ Toplam Varlıklar	0,23	0,20	0,08	0,04
Özkaynaklar/ Toplam Varlıklar	0,26	0,33	0,34	0,45

Kaynak: İzahname

Şirket'in karlılık oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 13: Karlılık Oranları

Karlılık (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	9A22-S12A
Net Satışlar	1.110.723.551	1.448.766.348	3.154.302.309	2.007.139.972	4.626.151.679	5.773.314.016
Satışların maaliyeti	862.118.326	1.023.311.543	2.270.192.749	1.565.040.467	3.336.435.637	4.041.587.919
Brüt Kar	248.605.225	425.454.805	884.109.560	442.099.505	1.289.716.042	1.731.726.097
Brüt Kar Marjı	22,4%	29,4%	28,0%	22,0%	27,9%	30,0%
Genel Yönetim Giderleri	15.359.357	15.048.460	20.464.711	15.624.074	45.008.530	49.849.167
Pazarlama, satış, dağıtım giderleri	14.934.393	45.740.997	65.601.239	38.716.793	125.582.702	152.467.148
Ar-Ge itfa giderleri	10.625.227	17.374.432	22.590.286	16.663.578	17.969.499	23.896.207
FVÖK	207.686.248	347.290.916	775.453.324	371.095.060	1.101.155.311	1.505.513.575
FVÖK Marjı	18,7%	24,0%	24,6%	18,5%	23,8%	26,1%
Amortisman ve itfa giderleri	35.623.571	56.715.331	67.565.004	48.146.400	56.070.044	75.488.648
FAVÖK*	243.309.819	404.006.247	843.018.328	419.241.460	1.157.225.355	1.581.002.223
FAVÖK Marjı	22%	28%	27%	21%	25%	27%
Vergi Öncesi Kar	243.309.819	404.006.247	843.018.328	419.241.460	1.157.225.355	1.581.002.223
Vergi Öncesi Kar Marjı	22%	28%	27%	21%	25%	27%
Net Kar	127.446.975	225.585.436	517.681.157	263.434.625	1.100.291.968	1.354.538.500
Net Kar Marjı	11%	16%	16%	13%	24%	23%

Kaynak: İzahname

*FAVÖK değerleri bağımsız denetimden geçmemiştir. (Brüt kar - Genel yönetim giderleri - Pazarlama, satış, dağıtım giderleri - Araştırma ve geliştirme giderleri + Amortisman ve itfa giderleri olarak hesaplanmıştır).

Şirket'in işletme sermayesi hesaplaması aşağıdaki tabloda gösterilmektedir.

Tablo 14: İşletme Sermayesi Hesaplaması

Net İşletme Sermayesi	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Dönen Varlıklar	133.295.809	173.944.440	251.067.024	1.006.403.858
Kısa Vadeli Yükümlülükler	127.072.088	160.816.487	230.349.462	658.081.689
Net İşletme Sermayesi	6.223.721	13.127.953	20.717.562	348.322.169

Kaynak: İzahname

4 Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan 22 Kasım 2022 tarihli fiyat tespit raporuna göre Şirket'in değerlemesinde pazar yaklaşımı (piyasa çarpanları) ve gelir yaklaşımı (indirgenmiş nakit akımı) dikkate alınmıştır.

4.1 Pazar Yaklaşımı

Pazar yaklaşımı metoduyla yapılan değerlemede TEB Yatırım çarpan analizi metodunu tercih etmiştir. Bu metot kapsamında benzer özellik gösteren şirketler dört grup altında incelenmiş olup, bu gruplar yurtdışı benzer şirketler ve elektrik ekipman üretim sektöründe yer alan yurt içi benzer şirketler ile BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'nde işlem gören şirketler ve BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören sanayi şirketleri olarak incelenmiş ve 18.11.2022 tarihi itibarıyla verileri dikkate alınmıştır. Bununla birlikte pazar yaklaşımı kapsamında benzer şirketlerin FD/FAVÖK çarpanları kullanılmıştır.

Çarpan analizi yönteminde TEB Yatırım tarafından Şirket'in 2022 yılının Eylül ayı sonu son 12 aylık FAVÖK ve 2022 yılının Eylül ayı sonu Net Borç değerleri kullanılmıştır. Şirket'in 30.09.2022 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 ay FAVÖK değeri düzeltilmiş olarak (Ar-Ge personeli giderleri dahil edilerek FAVÖK düzeltmesi yapılmıştır) çarpan analizinde kullanılmıştır:

Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla kısa vadeli finansal borçlar, türev araçlar ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında net finansal borcu 923.865.756 TL olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla son 12 aylık dönemdeki için düzeltilmiş FAVÖK'ü 1.567.080.794 TL olarak hesaplanmıştır. Düzeltilmiş FAVÖK, Brüt Kar - Faaliyet Giderleri - Araştırma ve Geliştirme Personeli Giderleri * Amortisman olarak hesaplanmıştır. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderlerin önemli bir kısmı kambiyo gelirlerinden oluşmakta olup, kambiyo gelirleri her ne kadar faaliyetlerle ilişkili bir gelir olsa da bir önceki döneme ait ticari alacakların bir sonraki dönemde tahsil ediliyor olması kaynaklı oluşan kur farklarıdır, dolayısıyla ilgili döneme ait safi operasyonel karlılığı yansıtmadığı değerlendirilmektedir. Net kambiyo gelirleri haricindeki diğer esas faaliyetlerden gelir/gider kalemlerinin süreklilik arz eden operasyonel gelir/giderler olmadığı değerlendirilmiş olup, FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir. Son 12 ay hesaplaması ise 30.09.2022 FAVÖK değeri + 31.12.2021 FAVÖK değeri - 30.09.2021 FAVÖK değeri olarak yapılmıştır.

Bu doğrultuda TEB Yatırım tarafından 2022/09 son 12 ay FAVÖK değeri 1.567.080.794 TL ve 30.09.2022 sonu itibarıyla Net Borç durumu 923.865.756 TL olarak hesaplanmıştır.

4.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler piyasa çarpan analizi kapsamında kullanılan şirketlerin bilgileri aşağıdaki tabloda verilmektedir. TEB Yatırım tarafından yapılan değerleme kapsamında 18.11.2022 tarihli FD/FAVÖK çarpanları dikkate alınmıştır. 25,0x üzeri ve 0x altındaki değerler TEB Yatırım tarafından aykırı değer olarak kabul edilmiştir. Bu kapsamda, listedeki hiçbir şirket analiz dışında bırakılmamıştır. Aşağıdaki şirketlerin yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı alınarak yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpanı 11.9x hesaplanmıştır. Ancak söz konusu benzer şirketler ağırlıklı olarak gelişmiş ülke pazarlarında faaliyet göstermeleri ve borsalarına kote olmaları nedeniyle FD/FAVÖK çarpan medyanı %10 iskonto uygulanarak 10.7x olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.



Tablo 15: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Yurt Dışı Benzer Şirketler	İşlem Gördüğü Ülke	Para Birimi	Piyasa Değeri (\$mn)	Piyasa Değeri	Firma Değeri	FAVÖK	FD/FAVÖK	İskontolu FD/FAVÖK
Schneider Electric SE	Euronext Paris Stock Exchange - FRANCE	EUR	83.961	81.255	94.200	5.912	15,9x	14,3x
Siemens AG	Frankfurt Stock Exchange - GERMANY	EUR	116.252	112.506	152.374	12.843	11,9x	10,7x
ABB Ltd	Switzerland	CHF	60.359	57.528	66.175	5.958	11,1x	10,0x
Eaton Corp PLC	New York Stock Exchange - USA	USD	65.624	65.624	74.596	3.757	19,9x	17,9x
General Electric Co	New York Stock Exchange - USA	USD	93.401	93.401	13.050	5.888	12,4x	11,2x
Hammond Power Solutions Inc. (Canada)	Toronto Stock Exchange - CANADA	CAD	147	197	185	55	3,4x	3,1x
Shihlin Electric & Engineering Corporation (Taiwan)	Taiwan Stock Exchange - TAIWAN	TWD	946	29.435	29.967	2.956	10,1x	9,1x
Ortalama							12,1x	10,9x
Medyan							11,9x	10,7x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt dışı benzer şirketler FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 16: Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,7x
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.567.080.974
Firma Değeri (TL)	16.733.174.232
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	923.865.756
Özsermaye Değeri (TL)	15.809.308.476
Pay Başına Değer	18,60

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketlerin çarpanları esas alınması sonucu şirketin piyasa değeri **15.809 milyon TL**'dir.

4.1.2 Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Piyasa Çarpan Analizi

TEB Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yurt içi benzer şirketlerin 18.11.2022 tarihli FD/FAVÖK piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Toplam 13 adet benzer şirketin 2 tanesinin anlamsız değere ve 6 tanesinin ise 25x'ten büyük değerlere sahip olması nedeniyle analiz dışında tutulmuştur. Geriye kalan 5 adet şirketin ise Astor Enerji'nin iş modeliyle tam benzeşmediği ve veri seti olarak yetersiz olduğu değerlendirilmiştir.

Tablo 17: Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Çarpanları

Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
ULUSE	Ulusoy Elektrik	13.387	13.741	28	487,8x
KONTR	Kontrolmatik Teknoloji	34.940	35.622	290	123,0x
GESAN	Girişim Elektrik	23.817	24.376	941	25,9x
MANAS	Manas Enerji	1.092	1.156	25	45,7x

Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
GEREL	Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
SMRTG	Smart Güneş Enerjisi Teknolojileri	35.129	35.404	200	176,7x
SAYAS	Say Yenilenebilir Enerji	2.129	2.086	128	16,3x
ORGE	Orge Enerji	2.331	2.392	229	10,5x
SANEL	San-El Mühendislik Elektrik	213	213	-1	a.d.
NATEN	Naturel Yenilenebilir Enerji	4.917	5.546	419	13,2x
ESEN	Esenboğa Elektrik Üretim	4.285	4.830	418	11,6x
ANELE	Anel Elektrik	973	1.731	-59	a.d.
YEOTK	Yeo Teknoloji Enerji ve Endüstri	8.496	8.573	155	55,2x
				Ortalama	12,5x
				Medyan	11,6x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi benzer şirketler (elektrik ekipman üretim/hizmet) nihai çarpan analizi hesaplanmasında dikkate alınmamıştır.

4.1.3 Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Analizi

TEB Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi şirketlerin 18.11.2022 tarihli FD/FAVÖK piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Toplam 33 adet şirketin 8 tanesini 25x'ten büyük değerlere sahip olması nedeniyle analiz dışında tutulmuştur.

Tablo 18: Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpanları

Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
ALCAR	Alarko Carrier	6.611	6.835	283	24,1x
ARCLK	Arçelik	56.356	84.472	10.037	8,4x
ASUZU	Anadolu Isuzu	17.245	18.488	863	21,4x
BFREN	Bosch Fren	6.543	6.502	82	78,0x
BNTAS	Bantaş Bandırma Ambalaj	790	713	87	8,2x
DITAS	Ditaş Doğan	1.233	1.415	51	27,0x
EGEEN	Ege Endüstri	10.789	10.757	684	15,7x
EMKEL	Emek Elektrik	301	334	22	15,2x
FMIZP	Federal-Mogul	2.793	2.785	56	49,6x
FORMT	Formet Metal	487	569	15	37,4x
FROTO	Ford Otomotiv	149.347	176.386	16.331	10,8x
GEREL	Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
HKTM	Hidropar Hareket Kontrol	3.236	3.230	46	70,1x
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	778	793	93	8,5x
IMASM	İmaş Makine	5.180	5.153	81	63,6x
JANTS	Jantsa Jant	12.637	12.992	590	22,0x
KARSN	Karsan Otomotiv	11.511	14.146	445	27,8x
KATMR	Katmerciler	1.579	2.335	220	10,6x
KLMSN	Klimasan Klima	1.620	3.176	409	7,8x
MAKIM	Makim Makine	1.471	1.448	85	17,0x
MAKTK	Makine Takım Endüstrisi	1.224	1.238	88	14,1x
OTKAR	Otokar Otomotiv	18.547	23.009	1.009	22,8x



Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
PARSN	Parsan Makine	4.897	6.695	500	13,4x
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	6.814	6.643	296	22,4x
SAFKR	Safkar Ege Soğutmacılık	576	591	59	10,0x
SAYAS	Say Yenilenebilir Enerji	2.129	2.086	128	16,3x
SILVR	Silverline Endüstri	963	994	112	8,9x
TMSN	Tümosan	7.849	7.825	582	13,5x
TOASO	Tofaş	62.450	61.640	9.724	6,3x
TTRAK	Türk Traktör	23.221	23.775	2.764	8,6x
ULUSE	Ulusoy Elektrik	13.384	13.741	28	187,8x
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	15.616	19.737	3.475	5,7x
VESTL	Vestel Elektronik	14.492	32.244	7.456	4,3x
				Ortalama	13,1x
				Medyan	10,8x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 19: Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı

Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	10,8x
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.567.080.974
Firma Değeri (TL)	16.925.949.626
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	923.865.756
Özsermaye Değeri (TL)	16.002.083.870
Pay Başına Değer	18,83

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi çarpanları esas alınması sonucu şirketin piyasa değeri **16.002 milyon TL**'dir.

4.1.4 Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpan Analizi

TEB Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında kullanılan yurt içi BİST-Yıldız Pazar Sanayi şirketlerinin 18.11.2022 tarihli FD/FAVÖK piyasa çarpanları aşağıdaki tabloda gösterilmiştir. Toplam 77 adet BİST-Yıldız Pazar Sanayi şirketi (hizmet, finansal hizmetler, holding, spor kulüpleri ve gayrimenkul sektörlerinde faaliyet gösteren şirketler hariç, yalnızca sanayi şirketleri dikkate alınmıştır.) incelendiğinde, 10'u aykırı değerlere (alt limit 0x, üst limit 25x) sahip olduğundan analiz dışı bırakılmıştır. Kalan 67 şirketin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanı Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK çarpanı olarak belirlenmiştir.

Tablo 20: Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpanları

Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
AEFES	Anadolu Efes	32.714	43.850	14.920	2,9x
AKCNS	Akçansa Çimento	85.558	9.343	1.010	9,2x
AKSA	Aksa Akrilik	25.512	27.210	3.839	7,1x
ALKIM	Alkim	5.640	5.381	711	7,6x



Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
ANGEN	Anatolia Tanı ve Biyoteknoloji	3.612	3.211	262	12,2x
ARCLK	Arçelik A.Ş.	56.356	84.472	10.037	8,4x
AYGAZ	Aygaz A.Ş.	14.881	16.501	768	21,5x
BAGFS	Bagfaş	5.562	6.131	1.245	4,9x
BARMA	Barma Ambalaj	5.124	5.217	329	15,9x
BLCYT	Bilici Yatırım	1.612	1.363	214	6,4x
BOBET	Boğaziçi Beton	4.256	4.235	395	10,7x
BRISA	Brisa	14.871	17.812	2.488	1,2x
BRSAN	Borusan Mannesmann Boru	10.738	19.005	1.274	14,9x
BTCIM	Batıçim	6.462	9.615	731	13,2x
BUCIM	Bursa Çimento	1.950	7.356	1.300	5,7x
COLLA	Coca-Cola içecek	43.879	50.576	9.191	5,5x
CEMTS	Çemtaş Çelik Makine	4.671	4.606	949	4,9x
CIMSA	Çimsa Çimento	10.503	9.944	1.130	8,8x
DARDL	Dardanel	2.901	3.713	193	19,3x
DEVA	Deva Holding A.Ş.	9.385	11.136	1.201	9,3x
EGEEN	Ege Endüstri	10.789	10.757	684	15,7x
EGGUB	Ege Gübre	3.468	3.462	465	7,4x
EGPRO	Ege Profil	4.401	4.454	490	6,5x
EGSER	Ege Seramik	2.459	2.520	523	4,8x
ELITE	Elite Naturel Organik Gıda	2.486	2.503	220	11,4x
ERBOS	Erbosan	3.022	3.278	425	17,7x
ERCB	Erciyas	11.417	12.961	284	46,7x
EREGL	Ereğli Demir Ve Çelik	129.150	145.141	3.559	4,1x
EUREN	Europen Endüstri İnşaat	10.768	10.464	369	28,4x
FROTO	Ford Otomotiv	149.347	176.386	16.331	10,8x
GOODY	Goodyear	5.027	5.605	1.167	4,8x
GUBRF	Gübre Fabrikaları	53.607	55.538	4.306	12,9x
HEKTS	Hektaş	105.096	111.136	1.606	60,2x
IPEKE	İpek	7.809	-	3.179	a.d.
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	84.332	90.989	16.194	5,6x
ISSEN	İşbir Sentetik	10.362	10.932	424	25,8x
JANTS	Jantsa Jant	12.637	12.992	590	22,0x
KARSN	Karsan	11.511	14.146	445	31,8x
KARTN	Kartonsan	6.525	5.986	902	6,6x
KCAER	Kocaer Çelik	12.586	13.582	1.471	9,2x
KERTV	Kerevitaş	7.176	9.325	1.850	5,0x
KLKIM	Kalekim	4.589	4.317	348	12,4x
KMPUR	Kimteks	14.902	15.609	533	29,2x
KONKA	Konya Kağıt	7.534	7.342	702	10,5x
KONYA	Konya Çimento	12.892	13.317	238	56,0x
KORDS	Kordsa	12.995	20.092	2.193	9,2x



Hisse Kodu	Yurt İçi Benzer Şirketler	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/FAVÖK (x)
KOZAA	Koza Anadolu	14.553	4.287	3.177	1,3x
KOZAL	Koza Altın	38.964	29.114	3.137	9,3x
KRDMD	Kardemir	10.026	8.565	3.684	2,3x
KRPLS	Koroplast	1.685	1.743	143	12,2x
KRVGD	Kervan Gıda	4.678	6.010	555	10,8x
MEDTR	Meditera Tıbbi Malzeme	4.467	4.187	236	17,7x
MNDTR	Mondi Turkey	8.686	9.408	674	14,0x
NUHCM	Nuh Çimento	13.166	13.753	1.443	9,5x
OTKAR	Otokar	18.547	23.009	1.009	22,8x
OYAKC	Oyak Çimento	19.658	19.363	2.414	8,0x
PARSN	Parsan Makine	4.897	6.695	500	13,4x
PETKM	Petkim	38.016	52.147	5.230	10,0x
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	6.814	6.643	296	22,4x
QUAGR	Qua Granite	13.320	14.387	1.099	13,1x
RUBNS	Rubenis	1.852	1.768	114	15,5x
SARKY	Sarkuysan	9.544	11.879	1.546	7,7x
SASA	Sasa Polyester	340.630	361.907	6.975	51,0x
SUNTK	Sun Tekstil	6.276	6.205	577	10,7x
TATGD	Tat Gıda	3.835	5.300	334	15,9x
TEZOL	Europap tezol	6.380	6.460	382	16,8x
TMSN	Tümosan	7.849	7.825	582	13,5x
TOASO	Tofaş	62.450	61.640	9.724	6,3x
TRILC	Türk İlaç	1.809	2.100	65	32,2x
TIRAK	Türk Traktör	23.221	23.775	2.764	8,6x
TUKAS	Tukaş Gıda	9.845	10.799	1.212	8,9x
TUPRS	Tüpraş	117.149	111.354	45.399	2,5x
ULKER	Ülker	9.193	23.936	4.465	5,4x
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	15.616	19.737	3.475	5,7x
VESTL	Vestel Elektronik	14.492	32.244	7.456	4,3x
YATAS	Yataş	3.397	4.365	753	5,8x
YYLGD	Yayla Agro	15.208	16.506	1.375	12,0x
				Ortalama	10,0x
				Medyan	9,2x

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK çarpan analizi sonucunda ortaya çıkan değer aşağıdaki tablo ile verilmektedir.

Tablo 21: Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı

Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpanlarına Göre Piyasa Değeri Hesabı	
FD/FAVÖK Çarpanı (x)	9,2x
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.567.080.974
Firma Değeri (TL)	14.354.171.526
Net Borç / (Net Nakit) (TL)	923.865.756



Özsermaye Değeri (TL)	13.430.305.770
Pay Başına Değer	15,80

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi çarpanları esas alınması sonucu şirketin piyasa değeri **13.430 milyon TL**'dir.

4.1.5 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

Yurt dışı benzer şirketlerin, yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'ndeki şirketlerin ve yurt içi BİST-Yıldız Pazar'daki sanayi şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki gibi ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır.

Tablo 22: Çarpanlar Analizi Sonucu

Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı	Ağırlık	Sonuç
Özsermaye Değeri (TL)	20%	15.809.308.476
Paybaşına Değer		18,60
Yurtiçi Elektrik Ekipman Şirketleri Medyanı	Ağırlık	Sonuç
Özsermaye Değeri (TL)	0%	17.189.381.540
Paybaşına Değer		20,22
BİST-METAL Eşya Makine Endeksi	Ağırlık	Sonuç
Özsermaye Değeri (TL)	40%	16.002.083.870
Paybaşına Değer		18,83
Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri	Ağırlık	Sonuç
Özsermaye Değeri (TL)	40%	13.430.305.770
Paybaşına Değer		15,80
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	14.934.817.551
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		17,57

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre şirketin piyasa değeri **14.934 milyon TL**'dir.

4.2 Gelir Yaklaşımı

TEB Yatırım yapılan indirgenmiş nakit akımları analizi Şirket tarafından sağlanan bilgiler ışığında yapılmıştır.

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için projeksiyon dönemi boyunca kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

Tablo 23: AOSM Hesaplaması

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
AOSM	23,4%	22,1%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
Risksiz Getiri Oranı	19,8%	18,1%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%	16,3%
Beta	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Piyasa Risk Primi	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Ülke Risk Primi	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sermaye Maliyeti	25,8%	24,1%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%	22,3%



	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Özkaynak Oranı	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%	64,1%
Borçlanma Maliyeti	24,8%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%	23,1%
Vergi Oranı	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası Borç Maliyeti	19,1%	18,5%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%	17,1%
Borç Oranı	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%	35,9%

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti hesaplamasında:

- 30.09.2022 tarihli bilançoda yer alan Finansal Borç / (Finansal Borç + Özsermaye) oranı %35,9 kullanılmıştır. Buna göre, vergi sonrası borç maliyeti %35,9, sermaye maliyeti oranı ise %64,1 ağırlıklandırılarak AOSM hesaplanmıştır.
- Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %16,3 2024 ve sonrası için dikkate alınmıştır.
- Şirket'in getirisinin borsa getirisine paralel olacağı varsayım altında kaldıraçlı beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi olarak %6 kullanılmıştır. Bu oran, %5-6 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılagelen oranlara göre ve Aswath Damodaran'ın paylaştığı gelişmiş piyasa risk primi olan %5,48'e göre (Kasım 2022 verisi: pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/implprem/ERPbymonth.xlsx) ihtiyatlı bir bakış açısıyla dikkate alınmıştır.
- Türkiye'deki bir finansal enstrüman olan 10 yıllık tahvil baz alınarak risksiz getiri oranı belirlendiğinden içerisinde ülke riskini barındırdığı değerlendirilmiş ve bu kapsamda ilave bir ülke risk primi mükerrer olacağından dikkate alınmamıştır.
- Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla TL cinsi finansal borçlarının ağırlıklı ortalaması %15,59'dur. Borçlanma maliyeti, son dönemde artan borçlanma maliyeti değerlendirilerek vergi öncesi borçlanma maliyeti risksiz getiri oranının %5 üstü olacak şekilde hesaplanmıştır. Buna göre, Şirket'in vergi öncesi borçlanma maliyeti 2022 yılı için %24,8, 2023 yılı için %23,1, 2024 yılı ve sonrası için %21,3 olarak dikkate alınmıştır.
- Şirket'in 2019, 2020, 2021 ve 2022 6 aylık dönemdeki efektif vergi oranı (vergi öncesi kar ve vergi sonrası kar arasındaki vergi oranı) sırasıyla %1,2, -%0,4, %6,7 ve %9,4 olup, projeksiyon dönemi boyunca vergi oranı 2022'de %23, 2022 yılı ve sonrası %20 olarak dikkate alınmıştır. Buna göre, vergi sonrası borçlanma maliyeti oranı 2022 yılı için %19,1, 2023 yılı için %18,5, 2024 yılı ve sonrası için %17,1 olarak hesaplanmıştır.
- AOSM hesaplanmasında kullanılan ve yukarıda açıklanan oranların değişmeyeceği varsayılmıştır.

Böylelikle, Şirket'in ağırlıklandırılmış ortalama sermaye maliyeti 2022 yılı için %23,4, 2023 yılı için %22,1, 2024 yılı ve sonrası için %20,5 olarak hesaplanmıştır.

Şirket'in halka arz edilecek pay başı değerinin tespitinde indirgenmiş nakit akımları analizi aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 24: İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

İNA Tablosu (TL)	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
Satış Hasılatı	6.630.621.551	9.686.032.681	12.099.270.006	15.157.198.700	18.889.977.950	22.336.746.256	25.547.072.119	28.491.884.287	31.004.515.991	33.172.787.953
Büyüme	110,2%	46,1%	24,9%	25,3%	24,6%	18,2%	14,4%	11,5%	8,8%	7,0%
Brüt Kar (amortisman hariç)	1.959.657.856	2.915.708.493	3.752.539.625	4.726.164.080	5.892.534.263	6.970.777.237	7.975.368.855	8.896.813.859	9.682.506.183	10.359.609.826
Brüt Kar Marjı (amortisman hariç)	29,6%	30,1%	31,0%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%
Faaliyet Giderleri (amortisman hariç)	240.136.813	370.164.673	486.588.299	624.724.184	778.575.665	920.638.823	1.053.956.690	1.174.331.056	1.277.896.648	1.367.260.751
% Satışlar (amortisman hariç)	3,6%	3,8%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Düzeltilmiş FAVÖK	1.719.521.043	2.545.543.821	3.265.951.326	4.101.439.896	5.113.958.598	6.050.138.414	6.922.412.165	7.722.482.803	8.404.609.535	8.992.349.075
Düzeltilmiş Favök Marjı	25,9%	26,3%	27,0%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%
Amortisman	80.162.577	141.830.676	198.586.490	268.564.558	340.286.461	411.229.770	479.766.877	551.485.824	623.074.878	691.638.271
Faaliyet Karı	1.639.358.465	2.403.713.145	3.067.364.836	3.832.875.337	4.773.672.137	5.638.908.644	6.442.645.287	7.170.996.979	7.781.534.657	8.300.710.805
Vergi Oranı	23,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
Vergi Sonrası & Faaliyet Karı	1.262.306.018	1.922.970.516	2.453.891.869	3.066.300.270	3.818.937.710	4.511.126.915	5.154.116.230	5.736.797.583	6.225.227.726	6.640.568.644
+ Amortisman	80.162.577	141.830.676	198.586.490	268.564.558	340.286.461	411.229.770	479.766.877	551.485.824	623.074.878	691.638.271
- Yatırım Harcaması	239.938.249	645.761.767	446.635.023	536.929.108	503.185.845	579.054.981	645.677.852	703.296.461	751.401.395	793.779.333
- İşletme Sermayesi İhtiyacı	1.338.201.813	1.286.971.967	1.012.003.697	1.287.112.608	1.572.376.100	1.451.830.327	1.352.220.015	1.240.386.429	1.058.419.798	913.329.976
= Serbest Nakit Akımı (SNA)	- 27.745.032	132.067.457	1.193.839.638	1.510.823.113	2.083.662.226	2.891.471.376	3.635.985.240	4.344.600.517	5.038.481.410	5.625.097.606
Uç Değer										32.096.583.093
AOSM	23,4%	22,1%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%	20,5%
İskonto faktörü	0,98	0,80	0,67	0,56	0,46	0,39	0,32	0,27	0,22	0,18
SNA'nın Bugünkü Değeri	- 27.066.629	105.690.997	805.022.598	845.792.130	968.426.414	1.115.693.242	1.164.758.690	1.155.451.285	1.112.472.781	1.031.116.505
Uç Değerin Bugünkü Değeri										5.883.509.743

SNA'nın Bugünkü Değeri	8.277.355.012
Uç Değer Büyümesi	5,0%
Uç Değerin Bugünkü Değeri	5.883.509.743
Firma Değeri	14.160.864.755
Net Borç/(Net Nakit)	923.865.756
Özsermaye Değeri (TL)	13.236.998.999
Özsermaye Değeri (ABD\$)	709.758.659
Pay Başına Özsermaye Değeri (TL)	15,57

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş nakit akımları analizi esas alınması sonucu şirketin özsermaye değeri **13.236 milyon TL**'dir.

4.3 Sonuç

Sonuç olarak:

Değerleme çalışması kapsamında gelir yaklaşımı ve pazar yaklaşımı yöntemi eşit ağırlıklandırılmıştır.

Bu kapsamda kullanılan ağırlıklandırmanın özeti ve söz konusu ağırlıklandırma sonucunda TEB Yatırım tarafından hesaplanan piyasa değeri aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 25: Değerleme Sonucu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Sonuç
İNA analizine göre Özsermaye Değeri	50%	13.236.998.999
Pay Başına Değer		15,57
Çarpanlar analizine göre Özsermaye Değeri	50%	14.934.817.551
Paybaşına Değer		17,57
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri (TL)	100%	14.085.908.275
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		16,57

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Çalışma kapsamında hesaplanan halka arz fiyatı aşağıdaki tablo ile verilmiştir.

Tablo 26: Halka Arz Fiyatı Hesabı

Halka Arz Fiyatı Hesabı	
Özsermaye Değeri (TL)	14.085.908.275
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye (TL)	850.000.000
Pay Başına Değer (TL)	16,57
Halka Arz İskontosu	24,60%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri (TL)	10.620.774.839
Halka Arz Pay Başına Değeri (TL)*	12,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Astor Enerji için TEB Yatırım tarafından yürütülen değerlendirme çalışması kapsamında hesaplanan Şirket piyasa değerine %24,60 oranında halka arz iskontosu uygulanması sonucunda, halka arz edilmesi planlanan 1 TL nominal değerli payın halka arz fiyatı 12,50 TL olarak belirlenmiştir.

5 Görüş

İş Yatırım görüşü değerlendirme yöntemleri üstünden oluşturulmuştur.

5.1 Pazar Yaklaşımı

- Sektör dinamiklerini yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında benzer özellik gösteren şirketlerin BİST'te işlem gören elektrik ekipmanları üretim/hizmet sektöründe yer alan benzer şirketler, yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'ndeki şirketler, yurt içi BİST-Yıldız Pazar'daki sanayi şirketleri ve yurt dışı benzer şirketler olarak dört grup altında incelenmesini makul buluyoruz.
- Seçilen yurt dışı benzer şirketler arasında Şirket'ten daha geniş ve kapsamlı operasyonları ve ürün portföyleri bulunan firmalara ek olarak, ağırlıklı olarak Şirket'e benzer operasyonları ve ürün portföyleri bulunan firmaların dahil edilmesi gerektiği görüşündeyiz.
- Şirket değeri hesaplamasında sıklıkla kullanılan FD/FAVÖK çarpanının kullanılmasını ve bu çarpanın medyan değerlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizi kapsamında yurt içi benzer şirketlerin (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet Sektörü) operasyonlar ve satılan ürünler bakımından benzerlik göstermemesi sebebiyle ağırlıklandırmaya dahil edilmemesini makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırmalarını makul buluyoruz.

5.2 Gelir Yaklaşımı

- Şirket'in kendine özgü dinamikleri yansıtabildiği için bu yöntemin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Gelir yaklaşımı yönteminde hesaplanan değer için tahmin edilen büyüme marjlarının ve hedeflenen yatırımların gerçekleşmesi önem arz etmektedir. Aksi halde, yaşanabilecek sapmaların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- Şirket'in 2022-2031 yılları arasında öngördüğü satış hasılatı ve karlılıklara ulaşması üretim kapasitesi artışı ve projeksiyon dönemi için planladığı yatırım harcamalarının gerçekleşmesine bağlıdır. Aksi halde, İNA hesaplaması ve değerlemenin etkilenebileceğini düşünmekteyiz.
- Şirket gelirlerinin TL ve maliyetlerinin ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olması, Şirket'in karlılığının döviz kurundaki olası artışlardan etkilenebileceğini göstermektedir. Döviz kurunda yaşanabilecek olası artışların değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- İNA hesaplamasında önemli yer tutan işletme sermayesi ihtiyacının tahsilat sürelerinde yaşanabilecek olası artışlar ile değerlemeyi etkileyebileceği düşünülmektedir.
- AOSM hesabında kullanılan risk primini ve risksiz faiz oranlarını makul buluyoruz.
- Şirket'in betası hesaplanırken muhafazakâr yaklaşımda bulunulmasını olumlu buluyoruz.
- AOSM hesabında kullanılan vergi oranlarını makul buluyoruz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemlerinin ağırlıklandırılmalarını makul buluyoruz.

5.3 Sonuç

İş Yatırım tarafından gerçekleştirilen değerlendirme çalışmasında, fiyatın makul olup olmadığını değerlendirmek amacıyla, fiyat tespit raporunda yer alan veriler esas alınarak, indirgenmiş nakit akımları ve piyasa çarpanları yöntemi kullanılmıştır. Ayrıca 12,50 TL halka arz fiyatı ve fiyat tespit raporunda yer alan

veriler kullanılarak, 2022/09 son 12 ay FD/FAVÖK çarpanı 7,4x ve 2022 yılsonu tahmini FD/FAVÖK çarpanı 6,7x olarak hesaplanmıştır.

TEB Yatırım tarafından Şirket için hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektöre yönelik yeterli ve aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuş olup kapsamlı hazırlandığı kanaatindeyiz. Değerlemede kullanılan varsayımlara ilişkin yeterli açıklamaların yapıldığı görülmektedir.

Değerleme çalışmasında her bir yöntemle göre (Piyasa Çarpanları, İndirgenmiş Nakit Akımları) Astor Enerji A.Ş.'nin Şirket değeri hesaplanmıştır. Değerleme yöntemlerinin uygun görülen çarpanları ile ulaşılan değerler ağırlıklandırılması sonucu toplamı alınmıştır.

Nihai Şirket değeri tespit edilirken, TEB Yatırım tarafından konu alınan yurt dışı benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %10, BİST'te işlem gören elektrik ekipmanları üretim/hizmet sektöründe yer alan benzer şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %0, yurt içi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'ndeki şirketler çarpanları yönteminden elde edilen değere %20, yurt içi BİST-Yıldız Pazar'daki sanayi şirketleri çarpanları yönteminden elde edilen değere %20 ve indirgenmiş nakit akımları yönteminde %50 ağırlık verilerek piyasa değeri hesaplanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda Şirket hakkında kapsamlı bir şekilde bilgilendirme yapılmıştır. Kullanılan değerlendirme yöntemleri ve bu yöntemler temelinde yapılan analizler, Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak ve yeterli şekilde açıklanmıştır.

SONUÇ OLARAK:

TEB Yatırım tarafından kullanılan yöntemler ve ilgili çalışmalar dikkate alınarak yapılan incelemeler sonucunda, belirlenen 12,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatine varılmıştır.