

ASTOR ENERJİ ANONİM ŞİRKETİ

“FİYAT TESPİT RAPORU” ANALİZİ

11 Ocak 2023



İÇİNDEKİLER

1- HALKA ARZA İLİŞKİN BİLGİLER	1
2- ŞİRKET HAKKINDA ÖZET BİLGİ	2
3- FİNANSAL BİLGİLER	3
4- DEĞERLEME HAKKINDA ÖZET BİLGİ	5
5- NİHAİ GÖRÜŞ	9

İşbu rapor, Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ('HALK YATIRIM') tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu'nun 12/02/2013 tarihli ve 5/145 sayılı kararında yer alan; payların ilk kez halka arzı öncesi uygulanacak esasların 7. maddesine dayanılarak hazırlanmıştır. Rapor, Astor Enerji A.Ş.'nin halka arzının, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nu 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 Halk Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1- Halka Arza İlişkin Bilgiler

Tablo 1 - Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler

İhraççı:	Astor Enerji A.Ş
İhraççı Hakkında:	Şirket, endüstri tesislerinin ve elektrik üretim, iletim ve dağıtım sektörlerinin ihtiyacı olan transformatörler ile orta ve yüksek gerilim anahtarlar ürünlerinin üretimini gerçekleştirmektedir. Üretimlerin gerçekleşirken gerekli makine, teçhizat, hammadde, mamul ve yarı mamullerin ithalatı, ihracatı, alımı ve satımı faaliyetlerini de yerine getirmektedir. Şirket, ürettiği ürünlerin satış sonrası hizmetler kapsamında saha kurulumlarının yapılması, devreye alınması, saha test hizmetlerinin verilmesi, arıza, bakım ve onarım hizmetlerini de vermektedir.
Halka Arz Yöntemi:	Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Edilecek Paylar (Nominal Değer):	Sermaye Artırımı: 148.000.000 TL Ortak Satışı: 27.000.000 TL
Ek Satış:	Ek Satış: 35.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Halka Açıklık Oranı:	Ek Satış Hariç : %17,54 Ek Satış Dahil : %21,04
Talep Toplama Tarihleri:	11 - 12 - 13 Ocak 2023
Halka Arz Fiyatı:	12,50 TL
Halka Arz Büyüklüğü:	Ek Satış Hariç : 2.187 mn TL Ek Satış Dahil : 2.625 mn TL
Borsa Kodu/Pazar:	ASTOR / Yıldız Pazar
Halka Arz Gelirlerinin Kullanımı:	Şirket, halka arzdan elde edilecek gelirin %40-45'lik kısmıyla üretim tesisi ve yeni ürün yatırımları, %10 -15'lik kısmıyla Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları, %5-10'luk kısmıyla Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Hizmeti Yatırımları, %20-25'lik kısmıyla İşletme sermayesinin güçlendirilmesi ve %20-25'lik kısmıyla finansal borçların ödenmesini planlamaktadır.
Fiyat İstikrarı İşlemleri	Planlanmaktadır. Payların borsada işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün boyunca planlanıyor. Fiyat istikrarında kullanılacak fon halka arz brüt gelirinin %20'sine tekabül ederken, fiyat istikrarı TEB Yatırım Menkul Değerler tarafından gerçekleştirilecektir. Fiyat istikrarının kesin olarak yerine getirileceğine yönelik herhangi bir taahhüt bulunmamaktadır.

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

Tablo 2 – Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı Soyadı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye		Sermaye		Sermaye - Ek Satış Dahil	
	TL	Pay	TL	Pay	TL	Pay
Hüseyin Nesimi Fatinoğlu	850.000.000	100,00%	823.000.000	82,46%	788.000.000	78,96%
Halka Açık Kısım	-	0,00%	175.000.000	17,54%	210.000.000	21,04%
Toplam	850.000.000	100,00%	998.000.000	100,00%	998.000.000	100,00%

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

2- Şirket Hakkında Verilen Özet Bilgi

1. Faaliyet Konusu Hakkında:

Şirket, Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Ankara 2. Organize Sanayi Bölgesi Alcı OSB Mah. 2001 Cad. No.:3 adresinde 2017 yılında devreye alınan 95.000 m2 arsaya kurulu yaklaşık 78.000 m2 kapalı alanı bulunan fabrikasında ve aynı OSB içinde Alcı OSB Mah. 2001 Cad. No.: 5 adresinde 2020 yılında faaliyete başlayan 42.000 m2 arsaya kurulu yaklaşık 27.000 m2 kapalı alanı bulunan mekanik imalat fabrikasında; yağlı tip dağıtım transformatörleri, kuru tip dağıtım transformatörleri, güç transformatörleri, özel tip transformatörler, endüstriyel transformatörler, orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünleri, beton ve sac köşk olmak üzere trafo merkezleri imal etmektedir. Şirketin imal ettiği ürünler, elektrik üretim, iletim ve dağıtım sistemlerinde, demir-çelik, çimento, cam, kağıt gibi tüm endüstriyel üretim tesislerinde, hastaneler, alışveriş merkezleri ve okullar gibi kamu ve özel teşebbüslere ait tesisler başta olmak üzere birçok alanda kullanılmaktadır. Şirketin 2019'dan 2022 9 aylık döneme kadar geçmiş yıllardaki ihracatının toplam hasılat içerisindeki payı %17-20 aralığında olmakla birlikte, ihracat yaptığı ülkelerin sayısı 90'ın üzerindedir.

Şirket özkaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak sermaye artırımını kapsamında elde edeceği halka arz gelirinin %40-45'ine tekabül eden kısmının, üretim kapasitesinin ve verimliliğinin artırılması, yeni ürün hatlarının kurulması ile mevcut üretiminin sürdürülebilirliğinin sağlanmasına yönelik yatırımlar kapsamında değerlendirilmesi planlanmaktadır. Şirket Ankara ilinde sahip olduğu gayrimenkullerin üzerine 13.95 Mw gücünde arazi üzeri güneş enerjisi santrali yapımı için Elektrik Piyasasında Lisansız Elektrik Üretimine başvuru yapmıştır. Halk arzın %10-15'ine tekabül eden kısmı söz konusu gelişmeler kapsamında kullanılacaktır. Şirket, sahip olduğu şarj ağı işletmecisi lisansı kapsamında elektrikli araçlara elektrik enerjisi temininin sağlandığı şarj ünitesi ve istasyonların kurulması, şarj ağı ve şarj ağına bağlı şarj istasyonlarının işletilmesi ile şarj hizmetinin sunulması hizmetlerini hedeflerken, halka arz gelirinin %5-10'unu söz konusu yatırımlarda değerlendirmeyi planlamaktadır. Şirket, üretim ve satış hacminin artmasına bağlı olarak, öncelikle stok finansmanı, satış finansmanı ve hammadde tedariki alanlarında ve ayrıca diğer işletme sermayesi ihtiyacı bulunan alanlarda kullanılmak üzere net halk arz gelirinin %20-25'ine tekabül eden kısmın, işletme sermayesi olarak kullanılmasını planlamaktadır. Son olarak, kısa ve orta vadeli banka borçları başta olmak üzere olmak üzere ihtiyaç duyulan her türlü finansal yükümlülüklerin ödenmesi amacıyla net halk arz gelirinin %20-25'ine tekabül eden kısmın şirket borçlarının kapatılmasında kullanılması planlanmaktadır.

3- Finansal Bilgiler

Tablo 3 – Astor Enerji A.Ş.– Karşılaştırmalı Bilanço

Bilanço (TL)	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
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
<i>İlişkili Taraflardan</i>	27.948.175	59.076.672	76.866.865	45.451.248
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	467.376.070	370.768.865	1.308.805.000	2.072.942.876
Diğer Alacaklar	15.169.698	65.892.868	99.807.066	162.110.221
<i>İlişkili Taraflardan</i>	554.524	28.661.602	29.017.992	
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	14.615.174	37.231.266	70.789.074	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
Duran Varlıklar	453.598.554	544.897.321	686.061.218	1.240.896.822
Diğer Alacaklar	636	1.019.831	8.455.245	8.142.628
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan</i>	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
Ertelemiş Vergi Varlığı	1.983.457	2.811.373	45.924.695	213.409.495
TOPLAM AKTİFLER	1.291.283.881	1.687.523.454	3.184.958.865	5.733.509.695
Kısa Vadeli Yükümlülükler	663.436.031	789.604.267	1.827.581.702	2.968.256.873
Kısa Vadeli Finansal Yükümlülükler	46.170.723	283.020.338	895.926.554	1.135.374.193
Uzun Vadeli Borçların Kısa Vadeli Kısımları	68.523.579	115.854.233	125.345.106	108.744.414
Diğer Finansal Yükümlülükler	70.555	-	-	-
Ticari Borçlar	441.662.383	282.168.097	466.178.919	878.878.702
<i>İlişkili Taraflara</i>	24.778.952	34.420.428	-	4.534.716
<i>İlişkili Olmayan Taraflara</i>	416.883.431	247.747.669	466.178.919	874.343.986
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	5.187.592	8.172.522	16.193.751	37.961.472
Diğer Borçlar	-	18.006.427	2.743.794	1.795.144
<i>İlişkili Taraflara</i>	-	18.006.427	2.743.794	1.795.144
Ertelemiş 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
Kısa Vadeli Karşılıklar	2.343.827	1.817.729	2.844.931	7.395.031
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	2.343.827	1.817.729	2.525.231	6.982.755
<i>Diğer Karşılıklar</i>	-	-	319.700	412.276
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	398.454	1.158.207	12.496.651	89.196.305
Uzun Vadeli Yükümlülükler	297.268.733	339.260.334	258.801.824	203.997.326
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
<i>Çalışanlara Sağlanan Faydalara İlişkin Uzun Vadeli Karşılıklar</i>	7.643.521	7.441.036	9.689.869	20.377.237
Toplam Yükümlülükler	960.704.764	1.128.864.601	2.086.383.526	3.172.254.199
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
Maddi Duran Varlık Değerleme Satışları			23.141.145	390.579.950
Tanımlanmış Fayda Planları Yeniden Ölçüm kazanç/kayıpları	(1.507.459)	986.841	1.312.460	(3.738.156)
Geçmiş Yıllar Karları	(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: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

3- Finansal Bilgiler

Tablo 4 – Astor Enerji A.Ş.– Karşılaştırmalı Bilanço

Gelir Tablosu (TL)	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
Brüt Kar Marjı	22,4%	29,4%	28,0%	22,0%	27,9%
Genel Yönetim Giderleri	-15.359.357	-15.048.460	-20.464.711	-15.624.074	-45.008.530
Pazarlama Giderleri	-14.934.393	-45.740.997	-65.601.239	-38.716.793	-125.582.702
Araştırma ve Geliştirme Giderleri	-10.625.227	-17.374.432	-22.590.286	-16.663.578	-17.969.499
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	49.595.956	172.746.283	555.210.036	200.628.815	562.119.376
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler	-59.440.247	-146.028.007	-324.352.881	-150.257.983	-365.509.761
Esas Faaliyet Karı/Zararı	197.841.957	374.009.192	1.006.310.479	421.465.892	1.297.764.926
Faaliyet Kar Marjı	17,8%	25,8%	31,9%	21,0%	28,1%
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gelir	3.266.399	4.889.828	5.126.504	7.225.097	64.858.359
Yatırım Faaliyetlerinden Net Gider	-470.945	0	-13.813.815	-3.398.386	-1.774.664
Finansman Geliri (Gideri) Öncesi Faaliyet Karı/Zararı	200.637.411	378.899.020	997.623.168	425.292.603	1.360.848.621
Finansman Gelirleri	838.567	2.168.983	16.915.907	7.745.302	65.538.413
Finansman Giderleri	-72.436.983	-156.449.526	-459.442.629	-142.428.401	-233.500.879
Sürdürülen Faaliyetlerden Vergi Öncesi Karı/Zararı	129.038.995	224.618.477	555.096.446	290.609.504	1.192.886.155
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Gelir/Gideri	-1.592.020	966.959	-37.415.289	-27.174.879	-92.594.187
Dönem Vergi Gideri/Geliri	0	-484.532	-57.468.871	-31.676.869	-198.830.566
Ertelenmiş Vergi Gideri/Geliri	-1.592.020	1.451.491	20.053.582	4.501.990	106.236.379
Dönem Karı/Zararı	127.446.975	225.585.436	517.681.157	263.434.625	1.100.291.968
Dönem Kar Marjı	11,5%	15,6%	16,4%	13,1%	23,8%
Pay Başına Kazanç	0,64	1,13	2,52	1,32	1,29

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4- Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TEB Yatırım Astor Enerji A.Ş.'nin halka arz fiyatının tespitinde, gelir yaklaşımı ve piyasa yaklaşımı yöntemlerini (piyasa çarpanları) birlikte kullanmış ve her iki yaklaşımı eşit şekilde ağırlıklandırarak nihai değere ulaşmıştır.

1. Piyasa Yaklaşımı: Çarpan Analizi (FD/FAVÖK)
2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akışları

4.1- Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu kapsamında yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'nde işlem gören şirketler ile BİST-Yıldız Pazar'da işlem gören sanayi şirketlerinin 18.11.2022 tarihi itibarıyla verileri dikkate alınmıştır. Ayrıca çarpan analizine yurt dışı seçilmiş benzer şirketlerin 18.11.2022 tarihli verilerine göre güncel değerlendirme çarpanları da dahil edilmiştir. Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri/Faiz, Amortisman ve Vergi Öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Çalışmada, muhafazakar bakış açısıyla, FD/FAVÖK çarpanları 0x-25x aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu aralık dışında kalan verilerin sağlıklı sonuç vermeyeceği düşünülmüştür. Sonuç olarak BİST-Metal Eşya Makine Endeksi, BİST-Yıldız Pazar sanayi şirketleri ve yurt dışı benzer şirketler ile yapılan çarpan analizinde FD/FAVÖK çarpanının kullanılması uygun bulunmuştur.

Şirketin 30.09.2022 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 ay FAVÖK değeri düzeltilmiş olarak çarpan analizinde kullanılmıştır. Şirketin 30.09.2022 itibarıyla net finansal borcu 923.865.756 TL olarak hesaplanmıştır. Şirketin 30.09.2022 itibarıyla son 12 aylık dönemdeki düzeltilmiş FAVÖK'ü 1.567.080.794 TL olarak hesaplanmıştır.

Çarpan analizi, bağımsız veri kaynağı sağlayıcıları olan Bloomberg terminali ve Rasyonet'in değerlendirme çalışmasının tamamlandığı tarih olan 18.11.2022 tarihli kapanış verilerine göre hazırlanmıştır.

Yurt dışı benzer şirket analizine 7 şirket seçilmiş olup, yerel para birimlerine göre FD/FAVÖK medyanı 11,9x olarak hesaplanmıştır. Ancak söz konusu benzer şirketler ağırlıklı olarak gelişmiş ülke pazarlarında faaliyet göstermeleri ve borsalarına kote olmaları nedeniyle FD/FAVÖK çarpan medyanına %10 iskonto uygulanarak 10,7x olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

Yurt içi çarpan analizi için ise toplam 13 elektrik ekipmanı üreticisi veya enerji sektörüne yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum proje müteahhitlik hizmetleri sağlayan şirketin FD/FAVÖK çarpanının medyanı hesaplanmıştır. Listedeki 13 şirketten 6'sının FD/FAVÖK değerleri 0x-25x aralığına denk gelen aykırı değerler nedeniyle, 2 şirketin ise verilerinin anlamlı olmaması sebebiyle analiz dışında tutularak veri seti 5 şirket üzerinden oluşturulmuştur. Bu kapsamda geriye kalan 5 şirketin Astor Enerji'nin transformatör ve anahtarlama ekipmanları üretimi iş modeliyle tam benzeşmemesi ve veri setinin yetersiz olduğu değerlendirilmiştir. Buna göre yurt içi benzer şirketler nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

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 değeri ağırlıklandırılarak hesaplanmıştır. Toplamda %80 ağırlığı olan yurt içi çarpanlarda, Metal Eşya Makine Endeksi şirketleri ile işlem hacmi nispeten yüksek Yıldız Pazar şirketlerinin çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmıştır. Şirketin iş modeliyle tam uyumlu yurt dışı benzer şirketlerin sayısının az olması nedeniyle çarpan analizi sonucu %20 ağırlıklandırma ile çarpan analizine dahil edilmiştir. Sonuç olarak ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 14.934.817.551 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 17,57 TL'ye tekabül etmektedir.

Tablo 5 – Şirket Çarpanları

Yurtdışı Şirketleri Medyanı		
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
Özsermaye Değeri (TL)		15.809.308.476
Pay Başına Değer		18,60
Yurtiçi Metal Eşya Makine Şirketleri Medyanı		
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
Özsermaye Değeri (TL)		16.002.083.870
Pay Başına Değer		18,83
Yurtiçi Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Medyanı		
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
Özsermaye Değeri (TL)		13.430.305.770
Pay Başına Değer		15,80
Çarpanlar Analizi Sonucu	Ağırlık	Sonuç
Yurtdışı Şirketleri Medyanı		
Özsermaye Değeri		15.809.308.476
Pay Başına Değer	20%	18,6
Yurtiçi Elektrik Ekipman Şirketler Meydanı		
Özsermaye Değeri		17.189.381.540
Pay Başına Değer	0%	20,22
Yurtiçi Metal Eşya Makine Şirketleri Medyanı		
Özsermaye Değeri		16.002.083.870
Pay Başına Değer	40%	18,83
Yurtiçi Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Medyanı		
Özsermaye Değeri		13.430.305.770
Pay Başına Değer	40%	15,8
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri		14.934.817.551
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer	100%	17,57

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.2- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

TEB Yatırım tarafından hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nun İndirgenmiş Nakit Akımları Analizinde aşağıdaki varsayımlar uygulanmıştır:

- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları (İNA) yöntemi, 2022 yılı beklentisi ile 2023-2031 dönemini kapsayan projeksiyonları içermiştir.
- ✓ Değerleme modelinde şirketin satış projeksiyonlarında, 2022 yılı için Kasım 2022 itibarıyla yıl sonu beklentisi dikkate alınmıştır. 2023 yılı için ise 2022 yılı Kasım ayı itibarıyla yurt içi ve ihracat pazarları için alınan siparişlerin 2023 yılı ilk 6 ayı içerisinde teslimi ve faturalarının kesilmesi beklenen işler bazında hesaplamaya dahil edilmiştir. 2024-2031 aralığı için şirket yönetiminin tahminleri doğrultusunda piyasanın büyüme dinamikleri ile uyumlu olacak şekilde ABD doları cinsinden satış fiyatı sabit tutularak satış hacmi büyümesine göre yapılmıştır. Hasılatın projeksiyonu, ürün grupları ve müşteri grupları bazında şirket yönetiminin sağladığı bilgiler ışığında oluşturulmuştur.
- ✓ Satışların maliyeti hesaplaması aşamasında, şirketin brüt kar marjı ürün grupları bazında hesaplanarak ilgili ürün guruplarındaki satış hasılatı ile çarpılarak brüt kar elde edilmiştir. Şirketin ürün gruplarının yıldan yıla toplam satışlar içerisinde değişkenlik göstermesi brüt kar marjını etkilemektedir.
- ✓ Faaliyet giderlerinin projekte edilmesinde, AR-GE giderleri TFRS/TMS'ye göre aktifleştirilen AR-GE maliyetlerinin itfa giderlerinden oluşmaktadır. Diğer faaliyet giderleri hesaplarının satışlara oranı geçmiş yıllar ile uyumlu olacak şekilde hesaplanmıştır.
- ✓ İşletme sermayesi ihtiyacı 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken, şirketin özel bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına göre ticari alacakların tahsilat süresi ve stok tutma süresi toplamında ticari borçların ödeme sürelerinin çıkarılması ile nakit dönüşüm süresi elde edilmiştir.
- ✓ Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatı ve karlılıklara ulaşmak için 2022-2031 yıllarında üretim kapasitesi artışı ve yeni ürün hattı yatırımları, verimlilik artışı yatırımları, mevcut makine ve ekipmanların sürdürülebilirlik yatırımları, arazi üstü güneş enerjisi santrali yatırımı yapması gerekmektedir. Kapasite artırımı yatırımları, projeksiyon dönemi boyunca artan satış hacmine bağlı olarak ve kapasite kullanımı gözetilerek diğer tüm yatırım harcamalarıyla birlikte şirket yönetimi tarafından ABD doları cinsinden tahmin edilmiş olup, ilgili yılın ortalama USDTRY tahmini ile TL'ye çevrilmiştir.
- ✓ Şirket için ağırlıklı ortalama sermaye maliyeti 2022 yılı için %23,4, 2023 yılı için %22,1, 2024 ve sonrası yıllar için %20,5 olarak hesaplanmıştır.

İndirgenmiş nakit akımları yöntemine göre şirketin özsermaye değeri 13.236.998.999 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 15,57 TL'ye tekabül etmektedir.

Tablo 6 – İndirgenmiş Nakit Akımları Değerleme Sonucu

Nakit Akımı Projeksiyonu Özet	
İndirgenmiş Firma Serbest Nakit Akışları	8.277.355.012
Uç Değer Büyüme Oranı (%)	5%
İndirgenmiş Uç Değer	5.883.509.743
Firma Değeri	14.160.864.755
Net Borç	923.865.756
Özkaynak Değeri	13.236.998.999
Pay Değeri	15,57

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

4.3- Sonuç

TEB Yatırım tarafından yapılan değerlendirme çalışmasında, İndirgenmiş Nakit Akımı ve Piyasa Çarpanları metodu incelenmiş olup, nihai aşamada İNA %50 ve Piyasa çarpanları %50 şeklinde ağırlıklandırılarak şirket değeri belirlenmiştir. **Bu analiz sonucunda Astor Enerji A.Ş. için ulaşılan piyasa değeri 14.085.908.275 TL olup hisse başı fiyatı 16,57 TL hesaplanmaktadır.** Tespit edilen değere %24,60 oranında halka arz iskontosu uygulanmış olup, **halka arz iskontosu sonrası pay başına fiyat 12,50 TL olarak tespit edilmiştir.**

Tablo 7 – Astor Enerji A.Ş. Değerleme Sonucu Tablosu

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Sonuç
İNA	50%	13.236.998.999
Pay Başına Değer		15,57
Piyasa Yaklaşımı - Y.içi Benzer Şirket Çarpanları	50%	14.934.817.551
Pay Başına Değer		17,57
Ağırlıklandırılmış Özkaynak Değeri		14.085.908.275
Ağırlıklandırılmış Pay Değeri		16,57
İskonto Oranı		24,60%
Halka Arz İskontolu Özkaynak Değeri		10.620.774.839
Halka Arz Pay Fiyatı (TL)		12,50

Kaynak: Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu

5- Nihai Görüş

- ✓ Astor Enerji A.Ş.'nin fiyat tespit raporunda, şirket ve sektör hakkında verilen bilgi ve açıklamalar ile mali tabloların kapsamlı, yeterli ve anlaşılır olduğu görüşünderiz.
- ✓ Fiyat Tespit Raporunda kullanılan değerlendirme yöntemlerine dair verilen bilgilerin oldukça açıklayıcı ve detaylı olduğunu düşünürüz.
- ✓ Fiyat Tespit Raporu'nda sektör yapısı dikkate alındığında hem yurt içi ve hem de yurt dışı çarpanlarının incelenmiş olmasını daha sağlıklı bir sonuç elde edilmesi adına olumlu olarak değerlendiririz. Net borç ve FAVÖK'e ilişkin yapılan analizlerin makul ve anlaşılır nitelikte olduğu, aynı zamanda uç değerlerin göz önünde bulundurulması hesaplamasının dışında bırakılmasının da makul olduğu görüşünderiz.
- ✓ İndirgenmiş Nakit Akımları analizinde kullanılan projeksiyonların ve değerlendirme parametrelerinin değerlendirme tarihi itibarıyla makul olduğunu düşünürüz.
- ✓ %24,60 seviyesindeki halka arz iskontosunun son dönemlerde gerçekleşen halka arz iskontolarıyla uyumlu ve makul olduğunu düşünürüz.
- ✓ **Sonuç olarak, yapılan incelemeler sonucunda ve İzahnamede yer alan riskler de saklı kalmak kaydıyla, Astor Enerji A.Ş. için 12,50 TL halka arz fiyatının makul olduğu kanaatini taşıyoruz.**

ÇEKİNCE

Bu rapor ve yorumlardaki yazılar, bilgiler ve grafikler yalnızca bilgi edinilmesi amacıyla derlenmiştir. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti, yetkili kuruluşlar tarafından kişilerin risk ve getiri tercihleri dikkate alınarak kişiye özel, imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler ise 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.

Halk Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmez, bilgi eksikliği ve yanlışlığından hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Raporunda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde alış veya satış teklifi olarak değerlendirilemez. Halk Yatırım'ın rapordaki bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek doğrudan ve dolaylı kazanç ve zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Bu ileti 05 Kasım 2014 tarih ve 29166 sayılı Resmî Gazetede yayınlanan ve 01 Mayıs 2015 tarihinde yürürlüğü giren "Elektronik Ticaretin Düzenlenmesi Hakkında" çıkan kanunun 2.Maddesi c bendinde belirtilen Ticari Elektronik ileti kapsamında değildir.