



ASTOR ENERJİ A.Ş

Halka Arz Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Analist Raporu



12 Ocak 2023

İçerik

- A.** Raporun Amacı
- B.** Halka Arz Hakkında Özet Bilgi
- C.** Şirket Hakkında Önemli Bilgiler
- D.** Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri
- E.** Kullanılan Değerleme Yöntemleri
- F.** Değerleme Sonucu
- G.** Görüş

A. Raporun Amacı:

Bu rapor, TFG İSTANBUL MENKUL DEĞERLER A.Ş. tarafından, Sermaye Piyasası Kurulu VII-128.1 Pay Tebliği' nin 29. Maddesine istinaden hazırlanmıştır. Rapor, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin Astor Enerji A.Ş için hazırladığı 22.11.2022 tarihli Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu yöntem, içerik ve varsayımları itibari ile analiz edilip, değerlendirilmesi amacıyla hazırlanmıştır. Yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Bu raporda yer alan Şirket verileri Fiyat Tespit Raporu'ndan sağlanmış olup, yatırımcılar halka arza ilişkin yatırım kararlarını KAP'ta yayınlanan İzahname'yi inceleyerek vermelidirler.

B. Halka Arz Hakkında Özet Bilgi:

Astor Enerji A.Ş. Halka Arz Özeti	
İhraççı	Astor Enerji. A.Ş
Halka Arza Aracılık Eden Kuruluş	TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	11-13 Ocak 2023
Halka Arz Şekli	Sermaye Artırımı ve Ortak Satışı
Satış Yöntemi ve Aracılık Yöntemi	Sabit Fiyat İle Talep Toplama ve En İyi Gayret Aracılığı
Birincil Piyasa İşlem Kodu	ASTOR.E
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	850.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	998.000.000 TL
Sermaye Artırımı (Nominal)	148.000.000 TL
Mevcut Pay Satışı	27.000.000 TL
Ek Satış (%20) (Nominal)	35.000.000 TL
Toplam Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	2.187.500.000 TL
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	%17,54
Tahsisat	-(%47) Yurtiçi Bireysel Yatırımcı -(%3) Şirket Çalışanları -(%40) Yurt içi Kurumsal Yatırımcı -(%10) Yurt dışı Kurumsal Yatırımcı - Ek satış için herhangi bir sınırlama yoktur.
Halka Arz İskontosu	%24.60
Halka Arz Satış Fiyatı (İskontolu)	12,50 TL
Fiyat İstikrarı	30 gün. Brüt halka arz gelirinin %20'si.
Taahhütler	İhraççı Tarafından: 12 ay süreyle herhangi bir bedelli ve bedelsiz sermaye artırımı yapılmayacağı, dolaşımdaki pay miktarının artırılmaması Ortaklar Tarafından: 12 ay boyunca ana ortak Feridun Geçgel tarafından halka arz edilen paylar dışında kalan payların satılmaması taahhüdü
Fon Kullanım Alanları	-%40-45 Üretim tesisi ve yeni ürün yatırımları. -%10-15 Güneş enerjisi santrali yatırımları. -%5-10 Elektrik araç şarj istasyonu hizmeti yatırımları. -%20-25 İşletme sermayesi. -%20-25 Finansal borçların ödenmesi.

C. Şirket Hakkında Önemli Bilgiler

Şirket, Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Ankara 2. Organize Sanayi Bölgesi Alıcı 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 Alıcı 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. Şirket'in 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. Şirket'in 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.

		Güç Transformatörü	Dağıtım Transformatörü	OG Anahtarlama Ürünleri	YG Anahtarlama Ürünleri
31.12.2019	Üretim	9.341 MVA	7.230 MVA	22.018 adet	-
	Kapasite	18.050 MVA	11.123 MVA	35.000 adet	-
	KKO	52%	65%	62%	-
2020	Üretim	14.915 MVA	8.243 MVA	23.076 adet	-
	Kapasite	24.000 MVA	10.500 MVA	35.000 adet	-
	KKO	62%	78%	65%	-
.2021	Üretim	21.000 MVA	11.877 MVA	36,963 adet	294 adet
	Kapasite	30.600 MVA	15.000 MVA	45.000 adet	500 adet
	KKO	69%	80%	82%	58%
.2022/9	Üretim	13.410 MVA	8.338 MVA	22.719 adet	156 adet
	Kapasite	32.000 MVA	15,000 MVA	45.000 adet	500 adet
	KKO	58%	74%	67%	41%

C.1. Ortaklık Yapısı

Ortağın Adı	Halka arz öncesi		Halka arz sonrası (ek satış hariç)		Halka arz sonrası (ek satış dahil)	
	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı (TL)	Pay Oranı	Pay Tutarı(TL)	Pay Oranı
Feridun Geçgel	850.000.000	100,00%	823.000.000	82,46%	788.000.000	78,96%
Halka arz edilecek paylar	-	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%

C.2 Finansal Tablolar

ASTOR TL	2019/12	2020/12	2021/12	2022/09
Bilanço				
Cari/Dönen Varlıklar	837,685,327	1,142,626,133	2,498,897,647	4,492,612,873
Hazır Değerler	94,004,816	224,697,347	293,096,282	212,890,419
Menkul Kıymetler (net)	0	0	1,129,388	298,971,272
Kısa Vadeli Ticari Alacaklar	495,324,245	429,845,537	1,385,671,865	2,118,394,124
Diğer Kısa Vadeli 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
Diğer Dönen Varlıklar	47,314,189	77,654,510	167,562,157	515,011,353
Cari Olmayan/Duran Varlıklar	453,598,554	544,897,321	686,061,218	1,240,896,822
Uzun Vadeli Ticari Alacaklar	0	0	0	0
Diğer Uzun Vadeli Alacaklar	636	1,019,831	8,455,245	8,142,628
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
Diğer Duran Varlıklar	17,332,643	20,845,505	47,454,335	229,727,050
Toplam Varlıklar	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 Borçlar	114,694,302	398,874,571	1,021,271,660	1,244,118,607
Kısa Vadeli Ticari Borçlar	441,662,383	282,168,097	466,178,919	878,878,702
Diğer Kısa Vadeli Borçlar	104,664,964	106,743,870	233,594,664	726,513,235
Kısa Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları	2,343,827	1,817,729	2,844,931	7,395,031
Uzun Vadeli Yükümlülükler	297,268,733	339,260,334	258,801,824	203,997,326
Uzun Vadeli Finansal Borçlar	289,625,212	331,819,298	249,111,955	183,620,089
Uzun Vadeli Borç ve Gider Karşılıkları	7,643,521	7,441,036	9,689,869	20,377,237
ÖZSERMAYE	330,579,117	558,658,853	1,098,575,339	2,561,255,496
Sermaye	192,622,306	192,622,306	850,000,000	850,000,000
Yeniden Değerleme Fonu	-1,507,459	986,841	24,453,605	386,841,794
Yedekler ve Diğer Öz Sermaye Kalemleri	12,775,677	12,775,677	27,187,388	52,168,495
Net Dönem Karı/Zararı	127,446,975	225,585,436	517,681,157	1,100,291,968
Geçmiş Yıllar Kar/Zararları	-758,382	126,688,593	-320,746,811	171,953,239
Toplam Öz Sermaye ve Yükümlülükler	1,291,283,881	1,687,523,454	3,184,958,865	5,733,509,695

ASTOR TL	2019/12	2020/12	2021/12	2022/09
Gelir Tablosu				
Satış Gelirleri (net)	1,110,723,551	1,448,766,348	3,154,302,309	4,626,151,679
Satışların Maliyeti (-)	-862,118,326	1,023,311,543	2,270,192,749	3,336,435,637
BRÜT ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	248,605,225	425,454,805	884,109,560	1,289,716,042
Faaliyet Giderleri (-)	-40,918,977	-78,163,889	-108,656,236	-188,560,731
NET ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	207,686,248	347,290,916	775,453,324	1,101,155,311
Diğer Gelir ve Giderler (Net)	-9,844,291	26,718,276	230,857,155	196,609,615
Finansman Giderleri (-)	-71,598,416	-154,280,543	-442,526,722	-167,962,466
VERGİ ÖNCESİ KAR/ZARAR	129,038,995	224,618,477	555,096,446	1,192,886,155
Vergiler	1,592,020	-966,959	37,415,289	92,594,187
NET DÖNEM KARI/ZARARI	127,446,975	225,585,436	517,681,157	1,100,291,968

D. Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Halka arzın gerekçesi: Halka arzın gerekçeleri; Şirketin özkaynaklarının güçlendirilmesi, işletme sermayesinin güçlendirilmesi, büyüme hedeflerinin devamlılığının sağlanması, şirketin bilinirliğinin yurt içi ve yurt dışında artırılması, rekabet gücünün artırılması, potansiyel müşteriler, yatırımcılar ve iş ortakları nezdinde mevcut güvenilirliğin ve saygınlığın artırılması, sürdürülebilir kurumsal yapının oluşturulması ve raporlama standartlarının geliştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik düzeyinin yükseltilmesi, Şirket paylarının likit hale getirilmesi neticesinde kredi verenler nezdinde gerekmesi durumunda daha düşük maliyetle borçlanma imkanına kavuşulması, payların borsada işlem görmesi ile piyasa değerinin güncel olarak tutulması, halka arz ile yatırımcı nezdinde olumlu bir algı elde ettikten sonra finansman amaçlı kullanılacak diğer sermaye niwasaları enstrümanlarının ihracı (tahvil vb.) olarak sayılabilir.

Halka arz gelirlerinin kullanım yerleri:

- a) **Üretim Tesisi ve Yeni Ürün Yatırımları %40-45:** Net halka arz gelirin %40-45'ine tekabül eden kısmın, üretim kapasitesinin (makine ekipman alınması) ve verimliliğinin (robotik dizim sistemleri ve talaşlı imalat gibi) artırılması, yeni ürün hatlarının (ölçü gerilim trafo üretim hattı ve test merkezi gibi) kurulması ile mevcut üretimin sürdürülebilirliğinin sağlanmasına yönelik yatırımlar kapsamında değerlendirilmesi planlanmaktadır.
- b) **Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları %10-15:** Şirket tarafından, şirketin Ankara ili Bala ilçesinde sahibi olduğu gayrimenkuller üzerinden 13,95 Mwe gücünde arazi üzeri güneş enerjisi santrali yapımı için Elektrik Piyasasından Lisanssız Elektrik Üretimine İlişkin Yönetmelik madde 5/1 (h) kapsamında çağrı mektubu başvurusu yapılmıştır. Şirket ilgili mevzuat çerçevesinde gerekli izin ve onayların alınması sonrasında, 2023 yılı içerisinde net halka arz gelirin %10 tekabül eden kısmının söz konusu gayrimenkuller üzerinden tesis edilecek güneş enerjisi santrallerinde değerlendirilmesini planlamaktadır.
- c) **Elektrik Araç Şarj İstasyonu Hizmeti Yatırımları 5-10%**
Şirket, sahibi olduğu Şarj Ağı İşletmecisi Lisansı kapsamında, elektrikli araçlara elektrik enerjisi temininin sağlandığı şarj ünitesi ve istasyonlarının kurulması, şarj ağı ve şarj ağına bağlı şarj istasyonlarının işletilmesi ile şarj hizmetinin sunulması hizmetlerini sunmayı hedeflemektedir. Bu kapsamda Şirket, 2023 yılı ve takip eden yıllar içerisinde net halka arz gelirin %5-10'una tekabül eden kısmını, söz konusu Şarj Ağı İşletmecisi Lisansı çerçevesinde yapılacak elektrikli araç şarj istasyonu hizmeti yatırımlarında değerlendirmeyi planlamaktadır.
- d) **İşletme Sermaye Yapısının Güçlendirilmesi %20-25:** Şirket'in 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 halka arz gelirin %20-25'ine tekabül eden kısmın, işletme sermayesi olarak kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in iş planları ve hedefleri göz önüne alınarak, başta hammadde alımları, enerji masrafları, peşin ödeme esasıyla alınarak üretim masraflarının karşılanması, satış ve pazarlama giderleri olmak üzere, ileriye dönük fırsatların değerlendirilebilmesi için Şirket'in işletme sermayesinin güçlendirilmesi, Şirket'in içinde bulunduğu sektörde sahip olduğu payı daha da arttırmasına bağlı olarak yükümlülüklerin de daha verimli bir şekilde yerine getirilmesi ve Şirket'in rekabet gücünü artırabilmek amacıyla halka arz gelirlerinin değerlendirilmesi hedeflemektedir.
- e) **Finansal Borçlarının Ödenmesi %20-25:**
Şirket'in kısa ve orta vadeli banka borçları başta olmak üzere ihtiyaç duyulan her türlü finansal yükümlülüklerin ödenmesi amacıyla net halka arz gelirin %20-25'ine tekabül eden kısmın ise Şirket borçlarının kapatılması amacıyla kullanılması planlanmaktadır. Şirket'in kısa ve orta vadeli banka kredi bakiyelerinin kapatılmasıyla, Şirket'in finansal borçlarının azaltılması ve toplam finansal borçların içerisindeki uzun vadeli kredilerin oranının artırılarak daha güçlü bir finansal yapı elde edilmesi amaçlanmaktadır. halka arz gelirin Şirket hesabına geldiği tarihte, Şirket menfaatleri doğrultusunda karlılık, maliyet ve nakit akışları göz önüne alarak kredi ödemeleri yapılacaktır.

E. Kullanılan Değerleme Yöntemleri

TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından hazırlanan 09.12.2022 tarihli fiyat tespit raporunda, Şirketin bağımsız denetimden geçmiş 2019, 2020 ve 2021 yılsonu ve 2022-9 dönemlerine ilişkin karşılaştırmalı finansal tablolarından hareketle halka arz fiyatının belirlenmesinde 2 değerlendirme yönteminin uygulanmasına karar verilmiştir.

- Çarpan Analizi

- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

E.1. "Çarpan Analizi" Yöntemi ile Piyasa Değeri Tespiti

Piyasa çarpanlarından değer elde edilirken hesaplamaların tümünde FD/FAVÖK çarpanının medyanı dikkate alınmıştır. Çalışmanın tamamında 0x-25x aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir.

E.1.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler aşağıdaki tabloda sıralanmıştır. Elektrik ekipman sektöründe faaliyetleri olan 24 şirketten oluşan bir listeden yararlanılmış olup, anlamlı sonuç vermeyen ve Şirket'in transformatör ve anahtarlama ekipmanları üretimi ve satışı yapması itibarıyla iş modeli olarak benzemediği değerlendirilen şirketler elenmiş ve benzer şirket olarak aşağıdaki 7 şirket seçilmiştir. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Bu kapsamda, listedeki hiçbir şirket, çarpan değerleri aykırı değerde olmadığından, analiz dışında bırakılmamıştır. Aşağıda detayları verilen söz konusu 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.

Hisse Kodu	Şirket Adı	İşlem gördüğü borsa	Para Birimi	Piyasa Değeri (\$mn)	Piyasa Değeri (PD)	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	FD /FAVÖK	İskontolu FD /FAVÖK
SU FP	Equity Schneider Electric SE	Euronext Paris Stock Exchange - FRANCE	EUR	83.961	81.255	94.200	5.912	15,9x	14,3x
SIE GR	Equity Siemens AG	Frankfurt Stock Exchange - GERMANY	EUR	116.252	112.506	152.374	12.843	11,9x	10,7x
ABBN SW	ABB Ltd SW	Switzerland	CHF	60.359	57.528	66.175	5.958	11,1x	10,0x
ETN US	Equity Eaton Corp PLC	New York Stock Exchange -USA	USD	65.624	65.624	74.596	3.757	19,9x	17,9x
GE US	General Electric Co Equity	New York Stock Exchange -USA	USD	93.401	93.401	73.050	5.888	12,4x	11,2x
HPS /A	Hammond Power Solutions ,CN Equity	Toronto Stock Exchange - CANADA	CAD	147	197	185	55	3,4x	3,0x
CN	Shihlin Electric &Engineering Equity Corporation (Taiwan)	Taiwan Stock Exchange - TAIWAN	TWD	946	29.435	29.967	2.956	10,1x	9,1x
1503TT									
Ortalama								12,1x	10,9x
Medyan								11,9x	10,7x
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)								12,1x	10,9x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)								11,9x	10,7x

E.1.2. Yurt İçi Benzer Şirketler Çarpan Sonuçları

Toplam 13 adet elektrik ekipmanı üreticisi şirketler veya enerji sektörüne yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum proje müteahhitlik hizmetleri sağlayan şirketlerin FD/FAVÖK çarpanının medyanı hesaplanmıştır. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Listedeki 13 şirketin 6'sı aykırı değerlere sahip olduğundan 2'sinin de verisi anlamlı olmadığından analiz dışında tutulmuştur. Geriye kalan 5 şirketin Astor'un transformatör ve anahtarlama ekipmanları üretimi iş modeliyle tam benzeşmemesi ve veri seti olarak yetersiz olduğu değerlendirilmiştir. Buna göre, yurt içi benzer şirketler (elektrik ekipman üretim/hizmet) nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	FD FAVÖK
ULUSE	Ulusoy Elektrik	13.384	13.741	28	487,8x
KONTR	Kontrolmatik Teknoloji	34.94	35.622	290	423,0x
GESAN	Girisim Blektrik	23.817	24.376	941	25,0x
MANAS	Manas Enerji	1.092	1.156	25	45,7x
GEREL	Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
SMRTG	Smart Günes	35.129	35.404	200	176,7x
SAYAS	Say Yenilenebilir	2129	2.086	128	16,3x
ORGE	Orge Enerji	2.331	2.392	229	10,5x
SANEL	San-El Elektrik	213	213	-1	a.d.
NATEN	Naturel Yenilenebilir Enerji	4.917	5.546	419	13,2x
ESEN	Esenboga Elektrik Üretim	4.285	4.83	418	11,6x
ANELE	Anel Elektrik	973	1.731	-59	a.d.
YEOTK	Yeo Teknoloji Enerji Ve End	8.496	8.573	155	55,2x
Ortalama					88,8x
Medyan					25,9x
Ortalama(aykırı değerler elenmiş)					12,5x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)					11,6x

E.1.3 Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Değerleri

Toplam 33 adet BIST-Metal Eşya Makina Endeksi şirketinin FD/FAVÖK çarpanının medyanı alınarak Yurt içi BIST-Metal Eşya Makina Endeksi FD/FAVÖK çarpanı hesaplanmıştır. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Listedeki 33 şirketin 8'i aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur.

Yurtiçi Metal Eşya Makine Endeksi Medyanı	
FD /FAVÖK Çarpanı(x)	10,8
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.567.080.974
Firma Değeri (TL)	16.925.949.626
Net Borç /(Net Nakit)(TL)	923.865.756
ÖzsermayeDeğeri (TL)	16.002.083.870
Pay Başına Değer	18,83
Özsermaye Değeri	16.002.083.870
Pay Başına Değer	18,83

E.1.4 Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpan Değerleri

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) incelenmiştir. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x, üst limiti ise 25x olarak dikkate alınmıştır. Listedeki 77 şirketin 10'u aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. Aşağıda detayı verildiği üzere, toplam 67 şirketin FD/FAVÖK çarpanının medyanı alınarak Yurt içi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri FD/FAVÖK çarpanı dikkate alınmıştır.

Yurtiçi Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Medyanı

FD /FAVÖK Çarpanı(x)	9,2
Düzeltilmiş FAVÖK (TL)	1.567.080.974
Firma Değeri (TL)	14.354.171.526
Net Borç /(Net Nakit)(TL)	923.865.756
ÖzsermayeDeğeri (TL)	13.430.305.770
Pay Başına Değer	15,80
ÖzsermayeDeğeri	13.430.305.770
Pay Başına Değer	15,80

E.1.5 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Şirket Değeri Şirket için yapılan İNA çalışmasında;

- Şirketin Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyetinin (AOSM) 2022 yılı için %23,4, 2023 için %22,1, 2024 ve sonrası için %20,5 olarak hesaplanmıştır. Bu hesaplamada 2022 için risksiz getiri oranı %19,8, 2023 için 22,1 ve sonrası için 20,5 olarak ele alınmıştır.
- Şirketin 2022 – 2031 yıllarına ilişkin projeksiyon yapıldığı ve 2031 yılından sonrasındaki nihai değer hesaplamasında terminal büyüme oranının %5 olarak kullanıldığı,
- Şirket satışlarının 2023 – 2031 yılları arasında %46'lardan başlayan ve 2031 yılında %7'ye düşecek şekilde büyüme göstereceği öngörülmüştür.
- Şirketin brüt kar marjının projeksiyon döneminde %29,6- 31,2 aralığında oluşacağı dikkate alınmıştır.
- Yatırım harcamalarının satışlara oranının 2023 için %7 olacağı ve 2031'e kadar %2'ye düşeceği varsayılmıştır.
- Düzeltilmiş FAVÖK marjının 2022 yılı için %25,92, 2023 için %26, 2024 için %31 ve sonraki yıllar için %31,2 olarak ele alınmıştır
- Serbest Nakit Akışı hesaplanırken SUAM'a ödenen pay dikkate alınmış olup 2022'de TL1.2mn olan payın 2026 yılında TL14.6mn olacağı öngörülmüştür.
- Bu doğrultuda şirketin İNA yöntemine göre bugünkü özsermaye değeri 13.236.998.999 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 15,57 TL'ye tekabül etmektedir.

F. Değerleme Sonucu:

Şirket'in değerlemesinde İNA ve Çarpan Analizleri eşit ağırlıklandırılmış olup, 14.085.908.275 TL özsermaye değerine ulaşılmıştır. Buna göre, çıkarılmış sermayesi 850.000.000 TL olan Şirket'in halka arz pay başına değeri 16,57 TL olarak hesaplanmıştır. %24,6 halka arz iskontosu sonrasında ise özsermaye değeri 10.620.774.839 TL, pay başına değer ise 12,50 TL (virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır) olarak hesaplanmıştır. Sermaye artırım ve ortak satışı yoluyla halka arz edilecek payların nominal değerleri toplamı 175.000.000 TL'dir. Buna göre, halka arz büyüklüğü 2.187.500.000 TL olup, halka arz sonrası halka açıklık oranı %17,54 olarak hesaplanmaktadır. Ek pay satışının gerçekleşmesi halinde halka arz edilecek payların nominal değerleri toplamı 210.000.000 TL'ye çıkabilecektir. Bu durumda, halka arz büyüklüğü 2.625.000.000 TL, halka arz sonrası halka açıklık oranı ise %21,04'e olacaktır.

DEĞERLEME SONUCU	Ağırlık	TL
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
Pay Başına Değer		17,57
Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri	100%	14.085.908.275
Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer		16,57

G.Görüş:

- Değerleme için %50 İNA Analizi ile birlikte %50 Çarpan Değerlemesi yöntemlerinin kullanılmasını makul buluyoruz.
- Çarpan analizinde yurt dışı benzer şirketler için Türkiye ekonomisine benzer gelişmekte olan ülkeler yerine gelişmiş ülkeler kullanılmış fakat %10 iskonto uygulanmıştır. Bu oranın makul olduğunu düşünüyoruz.
- Çarpan analizinde 25x üstü değerlerin uç değer olarak görülüp elimine edilmesini doğru buluyoruz.
- Yurt İçi Benzer Şirketler Astor'un iş modeli ile uygun olmadığı için hesaba katılmamasını doğru buluyoruz.
- İNA Analizi için kullanılan geleceğe dönük varsayımlar ve projeksiyonlar açık, anlaşılır ve detaylı bir şekilde belirtilmiştir. Şirketin maliyetlerinin yabancı para fakat gelirlerinin TL olması sebebiyle döviz hareketlerinin şirketin değerini değiştirebileceğini belirtmek isteriz.
- İNA Analizi yönteminde kullanılan AOSM'nin de makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Şirket'e uygulanan %24,60 halka arz iskontosunu ve iskonto sonrası 12,50 TL olan pay değerini makul buluyoruz.

ÇEKİNCE

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