

10 Ocak 2023

Amaç

Bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29. maddesine istinaden, TSKB A.Ş. tarafından, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("**TEB Yatırım**") Astor Enerji A.Ş. ("**Astor**" ve/veya "**Şirket**") için hazırladığı Halka Arz Fiyat Tespit Raporu'nu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir öneri ya da teklif içermemektedir. Yatırım kararlarının ilgili izahnamenin incelenmesi sonucu verilmesi gerekmektedir. Rapor içerisinde bulunabilecek hata ve noksanlıklardan dolayı TSKB A.Ş. hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

1. Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, endüstri tesislerinin ve elektrik üretim, iletim ve dağıtım sektörlerinin ihtiyacı olan transformatörler ile orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünleri üretimi gerçekleştirmektedir. Bu üretimleri gerçekleştirmek için gerekli makine, teçhizat, hammadde, mamul ve yarı mamullerin ithalatı, ihracatı, alımı ve satımı faaliyetlerini de yerine getirmektedir. Ayrıca, Şirket ürettiği ürünlerin satış sonrası hizmetler kapsamında saha kurulumlarının yapılması, devreye alınması, saha test hizmetlerinin verilmesi, arıza, bakım ve onarım hizmetlerini vermektedir.

Astor Enerji ISO Türkiye En Büyük 500 Sanayi Kuruluşu listesine göre transformatör, orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünleri üretiminde Türkiye'nin lider şirketleri arasında yer alıyor.

2. Halka Arz Bilgileri

Astor Enerji paylarının halka arzı oransal dağıtım yöntemi ile pay başı sabit fiyat 12,50 TL ile 11-12-13 Ocak 2023 tarihleri arasında gerçekleştirilecektir.

Halka arz Şirket'in çıkarılmış sermayesinin 850.000.000 TL'den 998.000.000 TL'ye çıkarılması nedeniyle artırılabilecek 148.000.000 TL nominal değerli B grubu 148.000.000 adet pay ve ek satış hariç olmak üzere mevcut ortaklardan Feridun Geçgel'in sahip olduğu 27.000.000 TL olmak üzere toplam 175.000.000 TL nominal değerli B grubu paylar halka arz edilecektir. Toplanan kesin talebin satışa sunulan pay miktarından fazla olması halinde mevcut ortaklardan Feridun Geçgel'e ait 35.000.000 TL nominal değere kadar payın, dağıtımına tabi tutulacak toplam pay miktarına eklenmesine karar verilecektir. Ek satışın tamamının gerçekleşmesi halinde halka arz edilecek payların nominal değeri 210.000.000 TL olup halka arz sonrası sermayeye oranı %21,04 olmaktadır.

TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş tarafından halka arz gelirinin %20'si ile 30 gün boyunca fiyat istikrarına ilişkin işlem gerçekleştirmeyi planlanmaktadır. Ancak TEB Yatırım fiyat istikrarı işlemlerini kesin olarak yerine getireceğine ilişkin bir taahhüt vermemektedir.

10 Ocak 2023

Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler	
İhraççı	Astor Enerji A.Ş.
Borsa Kodu	ASTOR
Halka Arz Öncesi Sermaye	850.000.000 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	998.000.000 TL
Halka Arz Toplamı (Nominal)	175.000.000 TL (Sermaye Artışı ve Ortak Satışı) (Ek Satış Hariç)
Halka Açıklık Oranı	%17,53 (Ek Satış Hariç)
Aracı Kurum	TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama
Halka Arz Satış Yöntemi	Sabit Fiyat ile Talep Toplama ve Satış
Aracılık Türü	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Fiyatı	12,50 TL
Talep Toplama Tarihleri	11-12-13 Ocak 2022
Halka Arz Büyüklüğü	2.187.500.000 TL (Ek Satış Hariç)
Ek Satış (Nominal)	35.000.000 TL

Kaynak: İzahname, Fiyat Tespit Raporu, KAP

Pay Sahibi	Halka Arz'dan Önce		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Hariç)		Halka Arz'dan Sonra (Ek Satış Dahil)	
	TL	%	TL	%	TL	%
Feridun Geçgel	850.000.000	100,00	823.000.000	82,46	788.000.000	78,96
Halka Açık Kısım	-	-	175.000.000	17,54	210.000.000	21,04
Toplam	850.000.000	100	998.000.000	100	998.000.000	100

Kaynak: İzahname

Halka Arz Gelirlerinin Kullanım Yerleri

Şirket'in halka arzı ile kaynak elde edilmesi, kurumsallaşma, Şirket değerinin ortaya çıkması, Şirket'e değer yaratacak yatırım fırsatlarının fonlanması, bilinirlik ve tanınırlığın pekiştirilmesi, şeffaflık ve hesap verilebilirlik ilkelerinin daha güçlü bir şekilde uygulanması, Şirket'in kurumsal kimliğinin güçlendirilmesi hedeflenmektedir. Payları halka arz edecek ortağın pay satışından Şirket bir finansman elde etmeyecek olup, sermaye artışı yolu ile ihraç edilecek 148.000.000 TL nominal değerli 148.000.000 adet B grubu payların halka arz edilmesinden Şirket finansman temin edecektir. Sermaye artırımını aracılığıyla İhraççı'ya sağlanacak brüt nakit girişinin 1.850.000.000 TL olması beklenmektedir.

Şirket'in özkaynaklarını güçlendirmek amacıyla yapılacak sermaye artırımını sonucunda elde edilecek olan net halka arz gelirlerinin aşağıdaki alanlarda ve aşağıda belirtilen oranlarda kullanılması planlanmaktadır.

Halka Arz Neticesinde Elde Edilecek Fonun Kullanım Yerleri	Oran (%)
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

01.12.2022 tarih ve 2022/17 sayılı yönetim kurulu kararı ile kabul edilen fon kullanım raporu uyarınca, halka arz neticesinde elde edilecek fonun yukarıda belirtilen alanlarda kullanılması planlanmakta olup, Şirket menfaatleri ve piyasa koşulları doğrultusunda kategorilere tahsis edilen gelir oranlarında en fazla %10 oranında değişiklik yapılabilecektir.

10 Ocak 2023

Halka Arz Teşvikleri

- Şirket, 09.12.2022 tarihli ve 2022/25 numaralı Yönetim Kurulu Krarı ile Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca herhangi bir bedelli sermaye artırımını yapmayacağını halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğine ve bu süre boyunca Şirket tarafından yeni bir satış veya halka arz yapılmasına yönelik karar almayacağını ve Borsa dışında yapılacak satışlarda satışa konu payların da bu sınırlamaya tabi olacağını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.
- Şirket'in mevcut pay sahibi Feridun Geçgel, 01.12.2022 tarihli taahhütnamesi ile, Şirket paylarının Borsa'da işlem görmeye başladığı tarihten itibaren 1 yıl boyunca, halka arz edilen paylar dışında kalan Şirket paylarının, dolaşımdaki pay miktarının artmasına yol açacak şekilde satışa veya halka arza konu edilmeyeceğini, bu doğrultuda bir karar alınmayacağını ve bu süre boyunca ileride yeni bir satış veya halka arz yapılmasına dair bir karar alınmayacağını taahhüt etmiştir.
- Şirket'in mevcut pay sahibi Feridun Geçgel, 01.12.2022 tarihli taahhütnamesi ile SPK'nın VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 8. maddesi çerçevesinde, Şirket paylarının birincil halka arzını takiben, payların Borsa İstanbul A.Ş.'de işlem görmeye başladığı tarihten itibaren; 1 yıl süreyle, Şirket nezdinde bulunduracağı payları halka arz fiyatının altındaki bir fiyattan Borsa'da satmayacağı ve bu payların halka arz fiyatının altında Borsa'da satılması sonucunu doğuracak şekilde herhangi bir işleme tabi tutmayacağı, söz konusu payların kısmen veya tamamen bu kısıtlamaya uygun olarak satılması veya devredilmesi durumunda Sermaye Piyasası Kurulu'nun özel durumların kamuya açıklanmasına ilişkin düzenlemeleri çerçevesinde özel durum açıklaması yapılacağı ve Borsa dışında satılan payları alanların da bu sınırlamaya tabi olacağı hususlarını kabul, beyan ve taahhüt etmiştir.

3. Şirket'in Faaliyet Gösterdiği Sektörlerdeki/ Pazarlardaki Yeri

Şirket, Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Ankara 2. Organize Sanayi Bölgesi'nde 2017 yılında devreye alınan 95.000 m² arsaya kurulu yaklaşık 78.000 m² kapalı alanı bulunan fabrikasında ve aynı OSB içinde 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, kâğıt 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.

Şirket'in satışları ürün bazında 5 ana grup altında izlenmektedir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ürün bazlı kırılımı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Dağıtım Transformatörü	417.896.178	501.882.064	1.046.445.938	623.519.092	2.107.160.136
Güç Transformatörü	306.070.833	609.373.800	1.406.441.280	914.456.905	1.423.839.711
OG Anahtarlama	136.799.323	175.866.932	408.112.734	237.496.757	787.914.572
YG Anahtarlama	-	-	92.799.561	73.767.956	97.829.276
Ticari Mal Satışları ve Diğer Gelirler	249.957.217	161.643.551	200.502.797	157.899.261	209.407.985
Toplam	1.110.723.551	1.448.766.348	3.154.302.309	2.007.139.972	4.626.151.680

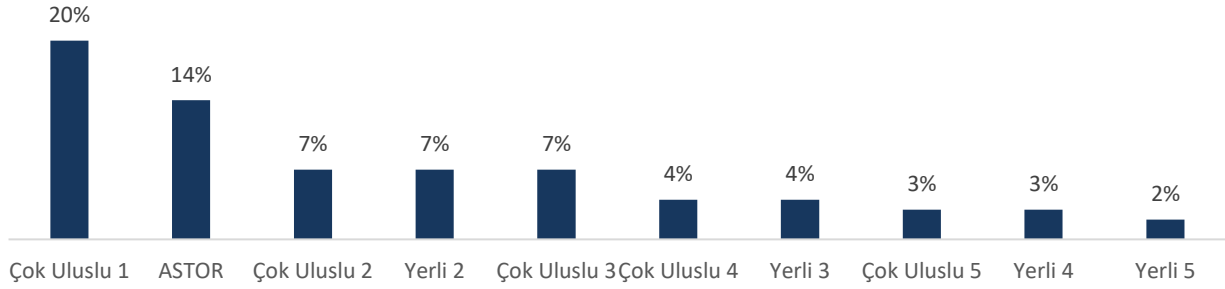
10 Ocak 2023

Şirket'in satışları müşteri bazında 5 ana grup altında izlenmektedir. Finansal tablo dönemleri itibarıyla net satışların ürün bazlı kırılımı aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

Net Satışlar (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
TEİAŞ	%17,1	%25,2	%31,7	%37,0	%14,5
Elektrik Dağıtım Şirketleri	%13,1	%6,8	%8,3	%7,1	%7,8
Endüstriyel Şirketler Grubu	%37,7	%34,7	%26,9	%20,6	%27,1
Bayi Ağı	%12,0	%14,2	%15,3	%18,9	%32,0
İhracat Pazarları	%20,0	%19,2	%17,7	%16,4	%18,7
Toplam	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0	%100,0

Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük 10 firmanın toplam iç pazar satışlarına (Türkiye'deki üretimden ve ithalat edilenden satışlar) göre pazar payları 2021 yılı için aşağıda yer almaktadır.

İç Pazar Payı

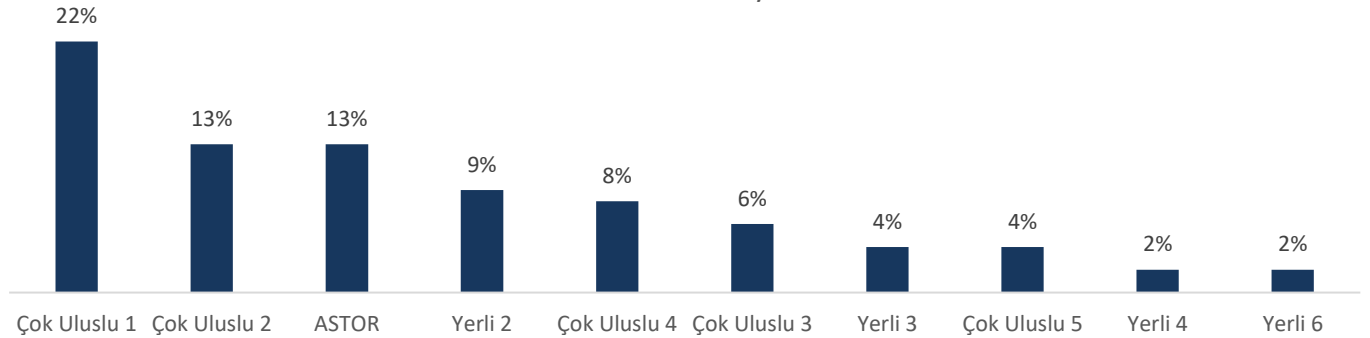


Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

Çok uluslu şirketler, Türkiye pazarında önemli paya sahiptir, ancak yerli şirketler gelişme göstermektedir. İç pazarın %41'lik önemli bir kısmı çok uluslu şirketlere aittir ve ilk onda beş yerel şirket mevcuttur.

Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük 10 firmanın 2021 yılında Türkiye'deki üretimlerinden iç pazar ve ihracat pazarlarına satışları toplamına göre pazar payları yaklaşık olarak aşağıda yer almaktadır. Astor Enerji üretimdeki payı itibarıyla Türkiye pazarında 3. sırada yer almaktadır.

Üretimdeki Pay

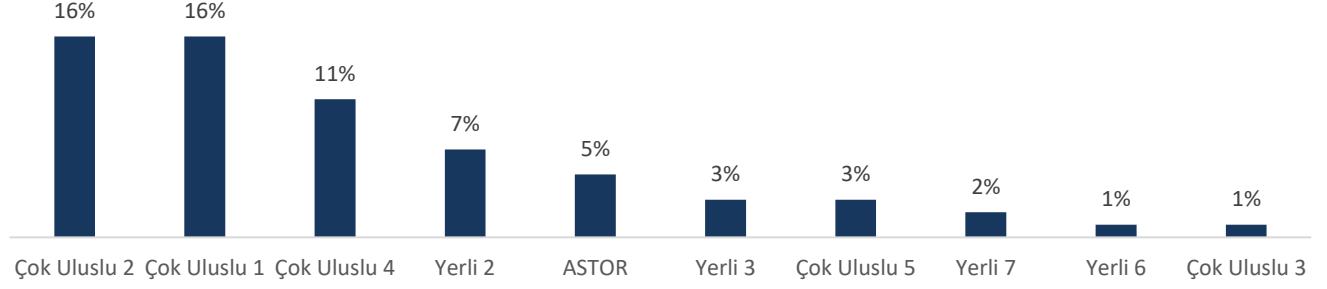


Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

10 Ocak 2023

Türkiye’de faaliyet gösteren en büyük 10 firmanın ihracattaki Pazar payları aşağıda yer almaktadır.

İhracata Göre Pazar Payları



Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

4. Finansal Durum ve Faaliyet Sonuçları

Covid-19 pandemisi ile birlikte küresel piyasalarda arz talep dengesinde meydana gelen dalgalanmaların yanında direkt olarak enerji maliyetlerini arttıran küresel siyasal gelişmeler gibi etkiler ile dünya ticaret dengesinde bozulmalar meydana gelmiştir. Bu dengelerin Covid-19 pandemisi öncesindeki stabil konumuna geri dönmelerinin ise zaman alacağı öngörülmektedir.

Şirket’in 31.12.2019, 31.12.2020 ve 31.12.2021 yılları ve 30.09.2021 ve 30.09.2022 dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu ana kalemleri aşağıdadır:

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 kâr	248.605.225	425.454.805	884.109.560	442.099.505	1.289.716.042
Brüt kâr marjı	%22,4	%29,4	%28,0	%22,0	%27,9
Esas Faaliyet Kârı	197.841.957	374.009.192	1.006.310.479	421.465.892	1.297.764.926
Esas Faaliyet Kârı Marjı	%17,8	%25,8	%31,9	%21,0	%28,1
Finansman Gideri Öncesi Faaliyet Kârı	200.637.411	378.899.020	997.623.168	425.292.603	1.360.848.621
FAVÖK*	243.309.829	404.006.247	843.018.329	419.241.460	1.157.225.355
FAVÖK Marjı	%21,9	%27,9	%26,7	%20,9	%25,0
Vergi Öncesi Kârı	129.038.995	224.618.477	555.096.446	290.609.504	1.192.886.155
Net Dönem Kârı	127.446.975	225.585.436	517.681.157	263.434.625	1.100.291.968
Net 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: İzahname

***FAVÖK değerleri bağımsız denetimden geçmemiştir. (Brüt Kâr- Genel Yönetim Giderleri- Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri- Araştırma ve Geliştirme Giderleri + Amortisman ve İtfa Giderleri olarak hesaplanmıştır.)**

Şirketin 2019 yılı net satışları 1.110.723.551 TL iken 2020 yıl sonu itibarıyla %30,4 artarak, 1.448.766.348 TL’ye yükselmiştir. 2021 yılında 2020 yılına oranla %117,7 artarak 3.154.302.309 TL’ye yükselmiştir.

30 Eylül 2022 tarihi ile sona eren dönemde net satış tutarı 4.626.151.679 TL olarak gerçekleşmiş olup, önceki yılın aynı dönemine göre %130,5 artış göstermiştir.

10 Ocak 2023

Astor Enerji'nin 2019 yılı brüt kârı 248.605.225 TL iken 2020 yıl sonu itibarıyla %71,1 artarak, 425.454.805 TL'ye yükselmiştir.

2021 yılında 2020 yılına oranla %107,8 artarak 884.109.560 TL'ye yükselmiştir. 30 Eylül 2022 tarihi ile sona eren dönemde net satış tutarı 1.289.716.042 TL olarak gerçekleşmiş olup, önceki yılın aynı dönemine göre %191,7 artış göstermiştir.

Net dönem kârı 2020 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla kıyasla %77 artış, 2021 yıl sonu itibarıyla bir önceki yıla kıyasla %129,5 ve 30 Eylül 2022 ile sona eren ara dönemde bir önceki yılın aynı dönemine kıyasla hasılatdaki artış ve brüt kârlılıktaki iyileşmeye paralel olarak 4 kat üzerinde bir artış göstermiştir.

Şirket'in 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 yılları ile 30.09.2022 ara dönemine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilançosunun ana kalemleri aşağıdadır:

Özet 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
Duran Varlıklar	453.598.554	544.897.321	686.061.218	1.240.896.822
TOPLAM VARLIKLAR	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
Uzun Vadeli Yükümlülükler	297.268.733	339.260.334	258.801.824	293.997.326
Özkaynaklar	330.579.117	558.658.853	1.098.575.339	2.561.255.496
<i>Ödenmiş Sermaye</i>	192.622.306	192.622.306	850.000.000	850.000.000
TOPLAM KAYNAKLAR	1.291.283.881	1.687.523.454	3.184.958.865	5.733.509.695

Kaynak: İzahname

Son dönemde şirketin aktif olduğu ihracat pazarlarında görülen ticari alacak vadelerinin artması ve bununla birlikte tedarikçilere yapılan ödeme vadelerinin azalması ilave bir işletme sermayesi ihtiyacı doğurmaktadır. Bu ihtiyacın finansmanını sağlamak için şirket kısa vadeli banka kredileri kullanmakta ve bu durum finansman giderlerinde artışa sebebiyet vermektedir.

Emtialarda oluşan döviz kuru bazlı artışların yanında enerji başta olmak üzere maliyetlerin artması nedeniyle meydana gelen dünya çapındaki enflasyonist baskılar, lojistik sorunlar ve hammaddeye erişimde yaşanan güçlükler nedenleriyle Astor Enerji, artan talebi karşılamakta sorun yaşamamak üzere bazı kritik hammadde ve yarı mamul alımlarıyla stoğunu artırmıştır.

5. Değerleme Hakkında Özet Bilgi

Halka arz edilecek Şirket'in değerlemesinde uygun görülen değerlendirme yöntemleri şunlardır;

- A- Piyasa Çarpanları Analizi
- B- İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

Şirket'in özkaynak değerinin ölçülmesi için kullanılan FAVÖK, nakit ve nakit benzerleri ile net finansal borç rakamları aşağıdaki tabloda paylaşılmıştır:

10 Ocak 2023

	30.09.2022 (TL)
FAVÖK	1.567.080.794
Nakit ve Nakit Benzerleri	212.890.419
Net Finansal Borç	923.865.756

İNA'ya esas teşkil eden projeksiyonlar Şirket'in katma değerli ürün üretimi için planladığı yatırımlar ve bu yatırımlar sonucu beklenen satış artışı çerçevesinde 10 yıllık olarak hazırlanmıştır.

Risksiz getiri oranında, Türkiye 10 yıllık TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %19,8 2022 yılı için, son iki yıllık ortalaması olan %18,1 2023 yılı için, son üç yıllık ortalaması olan %16,3 2024 ve sonrası için dikkate alınmıştır.

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) ihtiyati 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.

Piyasa Çarpanları Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır. Bu yöntem etkin işleyen ve spekülasyonun yapılmadığı durumlarda hisselerin rayiç değerlerinin, ilerleyen dönemde beklenen kazanç artışı ve buna bağlı olan risk düzeyini yansıttığı varsayımını esas almaktadır.

Yurt içi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BİST-Metal Eşya Makine Endeksi'nde işlem gören şirketler ve 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 Vergi Öncesi Kâr (FD/ FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Çalışmanın tamamına hâkim olan muhafazakâr bakış açısı sebebiyle FD/ FAVÖK çarpanları 0x-25x aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir. Bu aralık dışında kalan verilerin sağlıklı sonuç vermeyeceği düşünülmüştür.

FD/ FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerlendirme çalışmalarında sıkça tercih edilmesi ve esas olarak aynı sektörde faaliyet gösteren ancak farklı borç/ sermaye oranlarına sahip firmaların operasyonel performanslarının adil koşullarda değerlendirilebilmesi açısından tercih edilmiştir. Diğer sıklıkla kullanılan yöntemlerden FD/ Satışlar, şirketin operasyonel performansı ve karlılığını ölçümlemede eksik kalırken, F/K ise, bir sefere mahsus ve operasyonel olmayan gelir/giderleri içermesi ve firmaların değişken sermaye yapılarını yeteri kadar dikkate almadığı değerlendirilmektedir. 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.

Değerleme çalışmasında Türkiye'de ve yurt dışı piyasalarda işlem gören ve şirket ile benzer sektörde bulunan şirketler dikkate alınmıştır. BİST Metal Eşya Makine Endeksi ve BİST Yıldız Pazar çarpan değerleri için "Rasyonet" platformu

10 Ocak 2023

kullanılmış olup, 18.11.2022 tarihli piyasa verilerinden yararlanılmıştır. Yurt Dışı Benzer şirketlerin çarpan değerleri hesaplanırken piyasa verileri 18.11.2022 kapanış tarihli "Bloomberg" platformu kullanılarak elde edilmiştir.

Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Çarpan Değerleri:

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/ FAVÖK
Ulusoy Elektrik	13.384	13.741	28	487,8x
Kontrolmatik Teknoloji	34.940	35.622	290	123,0x
Girişim Elektrik	23.817	24.376	941	25,9x
Manas Enerji	1.092	1.156	25	45,7x
Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
Smart Güneş	35.129	35.404	200	176,7x
Say Yenilenebilir	2.129	2.086	128	16,3x
Orge Enerji	2.331	2.392	229	10,5x
San-El Elektrik	213	213	-1	a.d.
Naturel Yenilenebilir Enerji	4.917	5.546	419	13,2x
Esenboğa Elektrik Üretim	4.285	4.830	418	11,6x
Anel Elektrik	973	1.731	-59	a.d.
Yeo Teknoloji Enerji ve End	8.496	8.573	155	55,2x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				11,6x

Toplam 13 adet elektrik ekipmanı üreticisi şirketler veya enerji sektörüne yönelik mühendislik, tedarik ve kurulum proje müteahhlik 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.**

Yurt İçi Benzer BİST Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Değerleri:

Şirket	Piyasa Değeri (mn TL)	Firma Değeri (mn TL)	FAVÖK (mn TL)	FD/ FAVÖK
Alarko Carrier	6.611	6.835	283	24,1x
Arçelik	56.356	84.472	10.037	8,4x
Anadolu Isuzu	17.245	18.488	863	21,4x
Bosch Fren	6.543	6.502	82	78,9x
Bantaş Bandırma Ambalaj	790	713	87	8,2x
Ditaş Doğan	1.233	1.415	51	27,9x
Ege Endüstri	10.789	10.757	684	15,7x
Emek Elektrik	301	334	22	15,2x
Federal-Mogul	2.793	2.785	56	49,6x
Formet Metal	487	569	15	37,4x
Ford Otomotiv	149.347	176.386	16.331	10,8x

10 Ocak 2023

Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
Hidropar Hareket Kontrol	3.236	3.230	46	70,1x
İhlas Ev Aletleri	778	793	93	8,5x
İmaş Makine	5.180	5.153	81	63,6x
Jantsa Jant	12.637	12.992	590	22,0x
Karsan Otomotiv	11.511	14.146	445	31,8x
Katmerciler	1.579	2.335	220	10,6x
Klimasan Klima	1.620	3.176	409	7,8x
Makim Makine	1.471	1.448	85	17,0x
Makina Takım Endüstrisi	1.224	1.238	88	14,1x
Otokar Otomotiv	18.547	23.009	1.009	22,8x
Parsan Makine	4.897	6.695	500	13,4x
Türk Prysmian Kablo	6.814	6.643	296	22,4x
Safkar Ege Soğutmacılık	576	591	59	10,0x
Say Yenilenebilir Enerji	2.129	2.086	128	16,3x
Silverline Endüstri	963	994	112	8,9x
Tümosan	7.849	7.825	582	13,5x
Tofaş	62.450	61.640	9.724	6,3x
Türk Traktör	23.221	23.775	2.764	8,6x
Ulusoy Elektrik	13.384	13.741	28	487,8
Vestel Beyaz Eşya	15.616	19.737	3.475	5,7x
Vestel Elektronik	14.492	32.244	7.456	4,3x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				10,8x

Yurt İçi BİST Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpan Değerleri için:

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. Astor Enerji'nin fiyat tespit raporunda yer alan listedeki 77 şirketin 10'u aykırı değerlere sahip olduğundan analiz dışında tutulmuştur. Bu durumda toplam 67 şirketin FD/ FAVÖK çarpanının medyanı alınarak Yurt içi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri FD/ FAVÖK çarpanı **9,2x** olarak dikkate alınmıştır.

10 Ocak 2023

Şirket	Para Birimi	Firma Değeri (mn)	FAVÖK (mn)	İskontolu FD/ FAVÖK
Schneider Electric SE	EUR	94.200	5.912	14,3X
Siemens AG	EUR	152.374	12.843	10,7X
ABB Ltd	CHF	66.175	5.958	10,0X
Eaton Corp PLC	USD	74.596	3.757	17,9X
General Electric Co	USD	73.050	5.888	11,2X
Hammond Power Solutions, Inc. (Canada)	CAD	185	55	3,0X
Shihlin Electric & Engineering Corporation (Taiwan)	TWD	29.967	2.956	9,1X
Medyan (aykırı değerler elenmiş)				10,7x

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri:

Yukarıda 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.

Şirket'in yerli ve yabancı benzer şirketlerin incelenerek yapılan çarpan analizine ilişkin sonuçlar aşağıdaki tabloda özet olarak gösterilmektedir:

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

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi (Gelir Yaklaşımı)

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin 2022 yılı beklentisi (2022b) ve 2023-2031 yılları arası tahminleri ile TEB Yatırım'ın tahminleri doğrultusunda geçmiş mali verileri ışığında analiz edilerek 2022-2031 yılları için projekte edilmiştir.

Değerleme modelinde kullanılan Türkiye enflasyon ve USD/TL-EUR/TL kur tahminleri 2022-2031 yılları için TEB Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. ABD ve Avrupa bölge enflasyon tahmininde, IMF verileri dikkate alınmıştır.

10 Ocak 2023

İNA analizinde Şirket Serbest Nakit Akımları Bugünkü Değerleri toplamı 8.277.355.012 TL olup, Şirket için projeksiyon dönemi sonrası Terminal Değer 14.160.864.755 TL olarak hesaplanmıştır. Şirket Firma Değerinden (923.865.756 TL) net borç düşürülmüş olup, Şirket Özsermaye Değeri 13.236.998.999 TL olarak hesaplanmıştır.

AOSM

	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
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	%21,3	%21,3	%21,3	%21,3	%21,3	%21,3	%21,3	%21,3
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

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 TL gösterge tahvilinin son bir yıllık ortalaması olan %19,8 2022 yılı için, son iki yıllık ortalaması olan %18,1 2023 yılı için, son 10 yıllık ortalaması olan %16,3 2024 ve sonrası için dikkate alınmıştır.
- Standart modelde kullanılan ve sistematik riski ölçtüğü varsayılan Beta, geçmiş belirli bir periyot için hisse senedi getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansının, borsa getirisinin varyansına bölünmesiyle istatistik olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksinin oluşturduğu tüm hisse senetlerinin getirileri ile borsa endeksinin getirisinin kovaryansı, borsa endeksinin varyansına eşit olduğundan, borsa endeksinin betası da Varyans/Varyans=1 olarak hesaplanmaktadır. Pratikte alternatif yaklaşımlar kurgulanabilmekle birlikte, Şirket'in hisseleri henüz işlem görmeye başlamamış olduğundan ve bu sebeple istatistik olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerlendirilmesinde Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- Piyasa risk primi olarak %6 kullanılmıştır. Bu oran, %5-6 seviyesindeki gelişmiş pazarlarda kullanılan 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) ihtiyati 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, 2022, 2021 ve 2022 6 aylık dönemdeki efektif vergi oranı (vergi öncesi kâr ve vergi sonrası kâr arasındaki vergi oranı) sırasıyla %1,2,-%0,4, %6,7 ve %9,4 olup, projeksiyon dönemi boyunca vergi oranı 2022'de

10 Ocak 2023

%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 hesaplamasında 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.

İNA Tablosu	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	31.004.615.991	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 Kâr (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 Kâr Marjı (%)	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	1.052.956.690	1.174.331.056	1.277.896.648	1.367.260.751
Satışlar (%)	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 Kârı	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 Kârı	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 ihtiyacı	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	968.423.414	1.115.693.242	1.164.758.690	1.155.451.285	1.112.472.781	1.031.116.505
Uç değerinin bugünkü değeri										5.883.509.743
SNA'nın Bugünkü Değeri	8.277.355.012									
Uç Değer Büyümesi (%)	5,0									
Uç Değerinin 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	15,57									

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

10 Ocak 2023

6. Değerleme Sonucu ve Görüş

Değerleme Sonucu	Ağırlık	Piyasa Değeri	Sonuç
İNA (TL)	50,00%	13.236.998.999	6.618.499.500
Çarpanlar Analizi (TL)	50,00%	14.934.817.551	7.467.408.775
Hedef Değer (TL)			14.085.908.275
İskonto Oranı (%)			24,6%
İskonto Sonrası Halka Arz Pay Fiyatı			12,50

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Fiyat tespit raporunda Şirket değerlemesi için kullanılan hesaplamalar kurumların genel değerlendirme ve değerlendirme yapımlarına olanak verecek ölçüde net ve anlaşılır şekilde verilmiştir.

- İNA analizi kapsamındaki projeksiyon varsayımlarının makul olduğunu düşünmekteyiz.
- İNA ve Çarpan Analizi yöntemleri kullanılmış ve her iki yöntemde de eşit ağırlık verilmiştir. Ağırlıklandırmanın makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Sektör bazında yurt içi ve yurt dışı çarpan analizinde kullanılan şirketlerin faaliyet konularının Şirket'in faaliyetleriyle uyumlu olduğunu düşünüyoruz.
- FD/FAVÖK çarpanı hesabında 0-25 aralığının dışında bulunan değerlerin uç değer olarak kabul edilmesinin makul olduğunu düşünmekteyiz.
- Piyasa çarpan analizinde kullanılan şirket çarpanlarında yurt dışı/yabancı şirketler için uygulanan %10 iskonto oranının makul olduğunu düşünmekteyiz.

Değerlendirmemiz sonucunda **%24,6** oranında halka arz iskontosu uygulanarak hesaplanan **12,50 TL** hisse başı fiyatı makul buluyoruz.