

ASTOR ENERJİ A.Ş. “FİYAT TESPİT RAPORU’NA”

İLİŞKİN ANALİST RAPORU



10/01/2023

TURKISH YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.

**tb** TURKISH YATIRIM

**İÇİNDEKİLER:**

1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler .....	3
2) Şirket Hakkında Özet Bilgi.....	4
3) Finansal Tablolar.....	6
4) Değerleme Hakkında Özet Bilgi.....	9
5) Görüş.....	16

***Önemli Not:***

İşbu rapor, Sermaye Piyasası Kurulu Tebliği VII-128.1 Pay Tebliği'nin 29.maddesine istinaden Turkish Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("Turkish Yatırım") tarafından, TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'nin ("TEB Yatırım") aracılık ettiği Astor Enerji A.Ş. ("Astor Enerji" veya "Şirket") paylarının halka arzı kapsamında TEB Yatırım'ın hazırladığı 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 Turkish Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz.

## 1) Halka Arza İlişkin Genel Bilgiler:

İhraççı	AstorEnerji A.Ş.
Talep Toplama Tarihleri	11 -12 -13 Ocak 2023
Halka Arz Büyüklüğü ve Oranı	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Ortak Satışı: 27.000.000 TL nominal</li> <li>•Sermaye Artırımı: 148.000.000TL nominal</li> <li>•Ek Satış Hariç Toplam Büyüklük: 175.000.000 TL nominal</li> <li>•Ek Satış: 35.000.000TL nominal</li> <li>•Ek Satış Dahil Toplam Büyüklük: 210.000.000 TL nominal</li> </ul>
Halka Açıklık Oranı	17,54% (Ek Satış Dahil: 21,04%)
Aracılık Yöntemi	En İyi Gayret Aracılığı
Halka Arz Yöntemi	Sabit Fiyat ileTalep Toplama
Halka Arz Fiyatı	12,50 TL
Tahsisat Grupları:	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Yurt İçi Bireysel: %47</li> <li>•Şirket Çalışanları: %3</li> <li>•Yurt İçi Kurumsal: %40</li> <li>•Yurt Dışı Kurumsal: %10</li> </ul> <p>* Konsorsiyum Üyeleri yalnızca Yurt İçi Bireysel ve Şirket Çalışanları tahsisat gruplarından talep toplayacaktır. Yurt İçi Kurumsal ve Yurt Dışı Kurumsal tahsisat gruplarından yalnızca TEB Yatırım talep toplayacaktır.</p>
Dağıtım Yöntemi	Yurt İçi Bireysel ve Şirket Çalışanları'na Oransal Dağıtım * Oransal dağıtım yöntemi kullanılması nedeniyle, ilk aşamada gerçekleştirilecek her bir yatırımcıya birer adetlik pay dağıtımını kontrolü haricinde mükerrer talep kontrolü işlemi yapılmayacaktır.
Halka Arzdan Elde edilecek Fonun Kullanım Yeri	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Üretim Tesisi ve Yeni Ürün Yatırımları %40-45</li> <li>• İşletme Sermayesinin Güçlendirilmesi %20-25</li> <li>• Finansal Borçların Ödenmesi %20-25</li> <li>• Güneş Enerjisi Santrali Yatırımları %10-15</li> <li>• Elektrik Araç Şarj İstasyonu Hizmeti Yatırımları; %5-10</li> </ul>
Fiyat İstikrarı	Payların BİAŞ'da işlem görmeye başlamasından itibaren 30 gün süre ile yapılması planlanmaktadır.
SatmamaTaahhüdü	Şirket ve ortak için 1 yıl
Kar Dağıtım Politikası	Dağıtılabilir karın asgari %30'unun nakit kar payı olarak dağıtılması hedeflenmektedir.

148.000.000 TL nominal paylar Sermaye Artırımı, 27.000.000 TL nominal paylar Ortak Satışı ile ek satış hariç toplam 175 milyon; 35.000.000 TL nominal TL Ek Satış gerçekleşmesi durumunda ise 210.000.000 TL nominal değerli payların halka arzı gerçekleşecektir.

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	0,00%	175.000.000	17,54%	210.000.000	21,04%
<b>Toplam</b>	<b>850.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>998.000.000</b>	<b>100,00%</b>	<b>998.000.000</b>	<b>100,00%</b>

## 2) Şirket Hakkında Özet Bilgi

Şirket, Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Ankara 2. Organize Sanayi Bölgesinde 2017 yılında devreye alınan 78.000 m2 kapalı alanı bulunan fabrikasında ve aynı OSB içinde 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 ve ihraç edilen ürünler aşağıdaki gibidir:

- Yağlı Tip Dağıtım Transformatörleri
- Dökme Reçineli Kuru Tip Transformatörleri
- Güç Transformatörleri
- Orta Gerilim Anahtarlama Ürünleri
- Kompakt Trafo Merkezleri
- RMU
- Metal Clad

NET SATIŞLAR (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	0	0	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
<b>TOPLAM</b>	<b>1.110.723.551</b>	<b>1.448.766.348</b>	<b>3.154.302.309</b>	<b>2.007.139.972</b>	<b>4.626.151.680</b>

NET SATIŞLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Dağıtım Transformatörü	37,6%	34,6%	33,2%	31,1%	45,5%
Güç Transformatörü	27,6%	42,1%	44,6%	45,6%	30,8%
OG Anahtarlama	12,3%	12,1%	12,9%	11,8%	17,0%
YG Anahtarlama	0,0%	0,0%	2,9%	3,7%	2,1%
Ticari Mal Satışları ve Diğer Gelirler	22,5%	11,2%	6,4%	7,9%	4,5%
<b>TOPLAM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

NET SATIŞLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
TEİAŞ	189.933.880	364.583.410	1.000.641.318	742.841.521	668.657.157
Elektrik Dağıtım Şirketleri	145.832.748	98.015.883	263.098.959	142.609.773	359.910.945
Endüstriyel Şirketler Grubu	418.887.979	502.882.043	848.078.357	412.585.597	1.252.622.453
Bayi Ağı	133.705.275	205.006.541	483.490.167	380.211.917	1.478.669.790
İhracat Pazarları	222.363.668	278.278.471	558.993.508	328.891.165	866.291.335
<b>TOPLAM</b>	<b>1.110.723.551</b>	<b>1.448.766.348</b>	<b>3.154.302.309</b>	<b>2.007.139.972</b>	<b>4.626.151.680</b>

  

NET SATIŞLAR (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%
<b>TOPLAM</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

## 3) Finansal Tablolar

VARLIKLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
<b>Varlıklar</b>				
<b>Dönen varlıklar</b>				
Nakit ve nakit benzerleri	94.004.816	224.697.347	293.096.282	212.890.419
Finansal yatırımlar	0	0	1.129.388	298.971.272
Ticari alacaklar:				
- ilişkili taraflardan	27.948.175	59.076.672	76.866.865	45.451.248
- ilişkili olmayan taraflardan	467.376.070	370.768.865	1.308.805.000	2.072.942.876
Diğer alacaklar:				
- ilişkili taraflardan	554.524	28.661.602	29.017.992	
- ilişkili olmayan taraflardan	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
<b>Toplam dönen varlıklar</b>	<b>837.685.327</b>	<b>1.142.626.133</b>	<b>2.498.897.647</b>	<b>4.492.612.873</b>
<b>Duran varlıklar</b>				
Diğer alacaklar:				
- ilişkili olmayan taraflardan	636	1.019.831	8.455.245	8.142.628
Yatırım amaçlı gayrimenkuller	12.613.308	16.594.255	0	0
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
<b>Toplam duran varlıklar</b>	<b>453.598.554</b>	<b>544.897.321</b>	<b>686.061.218</b>	<b>1.240.896.822</b>
<b>Toplam varlıklar</b>	<b>1.291.283.881</b>	<b>1.687.523.454</b>	<b>3.184.958.865</b>	<b>5.733.509.695</b>

Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
<b>Kaynaklar</b>				
<b>Kısa vadeli yükümlülükler</b>				
Kısa vadeli borçlanmalar	46.170.723	283.020.338	895.926.554	1.135.374.193
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	68.523.579	115.854.233	125.345.106	108.744.414
Diğer finansal yükümlülükler	70.555	0	0	0
Ticari borçlar:				
- İlişkili taraflara	24.778.952	34.420.428	0	4.534.716
- İlişkili olmayan taraflara	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:				
- İlişkili taraflara	0	18.006.427	2.743.794	1.795.144
Ertelenmiş gelirler	99.078.918	79.406.714	202.160.468	597.560.314
Türev araçlar	0	0	62.631.570	7.988.751
Dönem karı vergi yükümlülüğü	0	0	41.059.958	103.362.547
<b>Kısa vadeli karşılıklar:</b>				
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin kısa vadeli karşılıklar	2.343.827	1.817.729	2.525.231	6.982.755
- Diğer karşılıklar	0	0	319.700	412.276
<b>Diğer kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>396.494</b>	<b>1.158.207</b>	<b>12.496.651</b>	<b>59.196.305</b>
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>663.436.031</b>	<b>789.604.267</b>	<b>1.827.581.702</b>	<b>2.968.256.873</b>
<b>Uzun vadeli yükümlülükler</b>				
Uzun vadeli borçlanmalar	289.625.212	331.819.298	249.111.955	183.620.089
Uzun vadeli karşılıklar:				
- Çalışanlara sağlanan faydalara ilişkin uzun vadeli karşılıklar	7.643.521	7.441.036	9.689.869	20.377.237
<b>Toplam kısa vadeli yükümlülükler</b>	<b>663.436.031</b>	<b>789.604.267</b>	<b>1.827.581.702</b>	<b>2.968.256.873</b>
<b>Toplam yükümlülükler</b>	<b>960.704.764</b>	<b>1.128.864.601</b>	<b>2.086.383.526</b>	<b>3.172.254.199</b>
<b>Özkaynaklar</b>				
Ödenmiş sermaye	192.622.306	192.622.306	850.000.000	850.000.000
Kârdan ayrılmış kısıtlanmış yedekler	12.775.677	12.775.677	27.187.388	52.168.495
Maddi duran varlık değerlendirme artışları			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/ (zararları)	-758.382	126.688.593	-320.746.811	171.953.239
<b>Net dönem kârı</b>	<b>127.446.975</b>	<b>225.585.436</b>	<b>517.681.157</b>	<b>1.100.291.968</b>
<b>Toplam özkaynaklar</b>	<b>330.579.117</b>	<b>558.658.853</b>	<b>1.098.575.339</b>	<b>2.561.255.496</b>
<b>MALİ YAPI ORANLARI</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>30.09.2022</b>
Kaldıraç Oranı (Toplam Yükümlülükler/Toplam Varlıklar)	0,74	0,67	0,66	0,55
Kısa Vadeli Yükümlülükler/Toplam Varlıklar	0,51	0,47	0,57	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
<b>LİKİDİTE ORANLARI</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>30.09.2022</b>
Cari Oran (Dönen Varlıklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	1,26	1,45	1,37	1,51
Asit-Test Oranı (Dönen Varlıklar-Stoklar/Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,98	1,01	1,07	1,11
Nakit Oran (Nakit ve Nakit Benzerleri/ Kısa Vadeli Yükümlülükler)	0,14	0,28	0,16	0,07

Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

<b>BORÇLULUK (TL)</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>30.09.2022</b>
Kısa Vadeli Borçlanmalar	46.170.723	283.020.338	895.926.554	1.135.374.193
Uzun vadeli borçlanmaların kısa vadeli kısımları	68.523.579	115.854.233	125.345.106	108.744.414
Uzun Vadeli Borçlanmalar	289.625.212	331.819.298	249.111.955	183.620.089
Türev Araçlar	0	0	62.631.570	7.988.751
<b>Toplam Finansal Yükümlülükler</b>	<b>404.319.514</b>	<b>730.693.869</b>	<b>1.333.015.185</b>	<b>1.435.727.447</b>
Eksi: Nakit ve Nakit Benzerleri	-94.004.816	-224.697.347	-293.096.282	-212.890.419
Eksi: Finansal Yatırımlar	0	0	-1.129.388	-298.971.272
<b>Net finansal borç</b>	<b>310.314.698</b>	<b>505.996.522</b>	<b>1.038.789.515</b>	<b>923.865.756</b>
<b>TİCARİ NET İŞLETME SERMAYESİ (TL)</b>	<b>31.12.2019</b>	<b>31.12.2020</b>	<b>31.12.2021</b>	<b>30.09.2022</b>
Ticari Alacaklar	495.324.245	429.845.537	1.385.671.865	2.118.394.124
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
Ticari Borçlar	-441.662.383	-282.168.097	-466.178.919	-878.878.702
Ertelenmiş Gelirler	-99.078.918	-79.406.714	-202.160.468	-597.560.314
Diğer Net İşletme Sermayesi	13.174.696	37.173.983	26.064.959	-72.114.759
<b>Net İşletme Sermayesi</b>	<b>195.009.337</b>	<b>527.199.090</b>	<b>1.460.993.505</b>	<b>2.264.601.667</b>



#### 4) Değerleme Hakkında Özet Bilgi

TEB Yatırım Menkul Değerler A. Ş. tarafından hazırlanan fiyat tespit raporunda şirket için yapılan değerlendirme çalışmasında “Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi” ve “Gelir Yaklaşımı: İNA Analizi Yöntemi” kullanılmıştır.

##### Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Yurt içi çarpan analizinde, yurt içi benzer şirket sayısının az olması nedeniyle BIST-Metal Eşya Makine Endeksi'nde işlem gören şirketler ve BIST-Yıldız Pazarda işlem gören sanayi şirketlerinin 18.11.2022 tarihi itibarıyla verileri dikkate alınmıştır.

Çarpan analizinin tamamında Firma Değeri / Faiz Amortisman Vergi öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır.

Çalışmanın tamamına hakim olan muhafazakar bakış açısı sebebiyle FD/FAVÖK çarpanları 0X-25X aralığında olan veriler hesaplamaya dahil edilmiştir.

- **Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değeri:**

Seçilmiş yurt dışı benzer şirketler için elektrik ekipman sektöründe faaliyetleri olan benzer şirket olarak aşağıdaki 7 şirket seçilmiştir. Aykırı değer olarak FD/FAVÖK çarpanı alt limiti 0x üst limiti ise 25X olarak dikkate alınmıştır ve 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 çarpanı medyanı %10 iskonto uygulanarak 10,7X olarak hesaplamaya dahil edilmiştir.

(milyon Yerel Para Birimi)									
Hisse Kodu	Şirket Adı	İşlem gördüğü borsa	Para Birimi	Piyasa Değeri (\$m n)	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	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 Equity	General Electric Co	New York Stock Exchange - USA	USD	93.401	93.401	73.050	5.888	12,4x	11,2x
HPS/A CN Equity	Hammond Power Solutions, Inc. (Canada)	Toronto Stock Exchange - CANADA	CAD	147	197	185	55	3,4x	3,0x
1503 TT Equity	Shihlin Electric & Engineering Corporation (Taiwan)	Taiwan Stock Exchange - TAIWAN	TWD	946	29.435	29.967	2.956	10,1x	9,1x
<b>Ortalama</b>								<b>12,1x</b>	<b>10,9x</b>
<b>Medyan</b>								<b>11,9x</b>	<b>10,7x</b>
<b>Ortalama (aykırı değerler elenmiş)</b>								<b>12,1x</b>	<b>10,9x</b>
<b>Medyan (aykırı değerler elenmiş)</b>								<b>11,9x</b>	<b>10,7x</b>

Buna göre, Şirket'in özsermaye değeri aşağıdaki gibi hesaplanmıştır.

Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı		
FD/FAVÖK Çarpanı (x)		10,7
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		15.809.308.476
Pay Başına Değer		18,60

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

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.

Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (PD)	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	FD/FAVÖK
ULUSE	Ulusoy Elektrik	13.384	13.741	28	487,8x
KONTR	Kontrolmatik Teknoloji	34.940	35.622	290	423,0x
GESAN	Girişim Elektrik	23.817	24.376	941	26,9x
MANAS	Manas Enerji	1.092	1.156	25	46,7x
GEREL	Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
SMRTG	Smart Güneş	35.129	35.404	200	476,7x
SAYAS	Say Yenilenebilir	2.129	2.086	128	16,3x
ORGE	Orge Enerji	2.331	2.392	229	10,5x
SANEL	San-E Elektrik	213	213	-1	a.d.
NATEN	Naturel Yenilenebilir Enerji	4.917	5.546	419	13,2x
ESEN	Esenboga Elektrik Üretim	4.285	4.830	418	11,6x
ANELE	Anel Elektrik	973	1.731	-59	a.d.
YEOTK	Yeo Teknoloji Enerji Ve End	8.496	8.573	155	56,2x
Ortalama					88,8x
Medyan					25,9x
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)					12,5x
Medyan (aykırı değerler elenmiş)					11,6x

• Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Değerleri

Toplam 33 adet BİST-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. Detayları aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

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
Özsermaye Değeri (TL)	16.002.083.870
Pay Başına Değer	18,83
Özsermaye Değeri	16.002.083.870
Pay Başına Değer	18,83

(milyon TL)					
Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (PD)	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	FD/FAVÖK
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	78,9x
BNTAS	Bantaş Bandırma Ambalaj	790	713	87	8,2x
DITAS	Ditaş Doğan	1.233	1.415	51	27,9x
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	70,4x
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	778	793	93	8,5x
İMASM	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	31,8x
KATMR	Katmerçiler	1.579	2.335	220	10,6x
KLMSN	Klimasan Klima	1.620	3.176	409	7,8x
MAKİM	Makim Makine	1.471	1.448	85	17,0x
MAKTK	Makina Takım Endüstrisi	1.224	1.238	88	14,1x
OTKAR	Otokar Otomotiv	18.547	23.009	1.009	22,8x
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	487,8x
VESBE	Vestel Beyaz Eşya	15.616	19.737	3.475	5,7x
VESTL	Vestel Elektronik	14.492	32.244	7.456	4,3x
<b>Ortalama</b>					<b>35,6x</b>
<b>Medyan</b>					<b>15,2x</b>
<b>Ortalama (aykırı değerler elenmiş)</b>					<b>13,1x</b>
<b>Medyan (aykırı değerler elenmiş)</b>					<b>10,8x</b>

- 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.

(milyon TL)						
Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (FD)	Firma Değeri (FD)	FAVÖK	FD/FAVÖK	
AEFES	Anadolu Efes	32.714	43.850	14.920	2,9x	
AKCNS	Akçansa Çimento	8.558	9.343	1.010	9,2x	
AKSA	Aksa Akriik	25.512	27.210	3.839	7,1x	
ALKIM	Alkim	5.640	5.381	711	7,6x	
ANGIN	Anadolu Tani Ve Diyeteknoloji	3.012	3.211	202	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	Barem Ambalaj	5.124	5.217	329	15,9x	
BLCYT	Bilci 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	7,2x	
BRSAN	Borusan Mannesmann Boru	10.738	19.005	1.274	14,8x	
BTCIM	Batiçim	6.462	9.615	731	13,2x	
BUCIM	Bursa Çimento	7.950	7.356	1.300	5,7x	
CCOLA	Coca-Cola İçecek	43.879	50.576	9.191	5,5x	
CEMIS	Çemtaş Çelik Makina	4.671	4.608	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	690	6,5x	
BGSER	Ejya 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	7,7x	
ERCB	Erciyas	11.417	12.961	284	46,7x	
EREGL	Ereğli Demir Ve Çelik	129.150	145.141	35.559	4,1x	
EURBN	Europen Endüstri İnşaat	10.768	10.484	369	28,4x	
FROTO	Ford Otomobil	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	12,6x	
HEKTS	Hektaş	105.098	111.136	1.608	60,2x	
IPEKE	İpek	7.809	-2.463	3.179	0,4x	
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	84.332	90.989	16.194	5,6x	
ISSEN	İşbir Sanetik	10.352	10.932	424	26,8x	
JANTS	Janıta Janı	12.637	12.992	590	22,0x	
KARSN	Karsan	11.511	14.146	445	31,8x	
KARTN	Kartonsan	8.525	5.986	902	6,6x	
KCAER	Kocaer Çelik	12.586	13.582	1.471	9,2x	
KERVIT	Kerevitaş	7.176	9.325	1.850	5,0x	
KLKIM	Kalekim	4.589	4.317	348	12,4x	
KMFUR	Kimteks	14.902	15.609	533	29,9x	
KONKA	Konya Kağıt	7.534	7.342	702	10,5x	
KONYA	Konya Çimento	12.892	13.317	238	66,6x	
KORDS	Kordsa	12.995	20.092	2.193	9,2x	
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	8.555	3.684	2,3x	
KRPLS	Kardemir	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	9.406	674	14,0x	
MUHCM	Muh Çimento	13.166	13.753	1.443	9,5x	
OTKAR	Otokar	18.547	23.009	1.009	22,8x	
OYAKC	Oyak Çimento	19.658	19.383	2.414	8,0x	
PARSN	Parsan Makine	4.897	6.695	500	13,4x	
FETKM	Fetkim	38.016	52.147	5.230	10,0x	
FRKAB	Türk Frysmian Kablo	6.814	6.643	298	22,4x	
QUAGR	Qua Granite	13.320	14.387	1.099	13,1x	
RUBNS	Rubenis	1.852	1.788	114	15,5x	
SARKY	Sarkıysan	9.544	11.879	1.546	7,7x	
SASA	Sasa Polyester	340.630	361.907	6.975	64,0x	
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	16,9x	
TMSN	Tümsan	7.849	7.825	582	13,5x	
TOASO	Tofaş	62.450	61.640	9.724	6,3x	
TRLC	Türk İtaç	1.809	2.100	65	22,2x	
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 Eya	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					13,7x	
Medyan					9,8x	
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)					10,0x	
Medyan (aykırı değerler elenmiş)					9,2x	

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

### Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları:

Yurt dışı benzer şirketlerin, yurt içi BİST-Metal Eşya Makina Endeksi'ndeki şirketlerin ve yurt içi BİST Yıldız Pazardaki sanayi şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri aşağıdaki ağırlıklandırmaya göre hesaplanmıştır. Toplamda %80 ağırlığı olan yurt içi çarpanlarda, çalışmanın geneline hakim ihtiyatlı bakış açısı ile, Metal Eşya Makina Endeksi şirketleri ile işlem hacmi nispeten yüksek Yıldız Pazar şirketlerinin çarpan analizi sonuçları eşit ağırlıklandırılmıştır. Şirket'in iş modeliyle tam uyumlu yurt dışı benzer şirketlerin sayısının az olması nedeniyle çarpan analizi sonucu %20 ağırlıklandırma ile çarpan analizi çalışmasına dahil edilmiştir. Sonuç olarak, ağırlıklandırılmış özsermaye değeri çarpan analizine göre 14.934.817.551 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer 17,57 TL'ye tekabül etmektedir.

ÇARPANLAR ANALİZİ SONUCU	Ağırlık	Sonuç
<b>Yurtdışı Benzer Şirketler Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	20%	15.809.308.476
Pay Başına Değer		18,60
<b>Yurtiçi Elektrik Ekipman Şirketleri Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	0%	17.189.381.540
Pay Başına Değer		20,22
<b>Yurtiçi Metal Eşya Makine Endeksi Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	40%	16.002.083.870
Pay Başına Değer		18,83
<b>Yurtiçi Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Medyanı</b>		
Özsermaye Değeri	40%	13.430.305.770
Pay Başına Değer		15,80
<b>Ağırlıklandırılmış Özsermaye Değeri</b>	<b>100%</b>	<b>14.934.817.551</b>
<b>Ağırlıklandırılmış Pay Başına Değer</b>		<b>17,57</b>

### İndirgenmiş Nakit Akımları Metodu

INA 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 Departmanı'nın verilerine dayanmaktadır. ABD ve Avrupa bölge enflasyon tahmininde, IMF verileri dikkate alınmıştır.

## Gelir Projeksiyonu

milyon TL	2019	2020	2021	2022b	2023t	2024t	2025t	2026t	2027t	2028t	2029t	2030t	2031t
<b>Net Satışlar</b>	<b>1.111</b>	<b>1.449</b>	<b>3.154</b>	<b>6.631</b>	<b>9.686</b>	<b>12.099</b>	<b>15.157</b>	<b>18.890</b>	<b>22.337</b>	<b>25.547</b>	<b>28.492</b>	<b>31.005</b>	<b>33.173</b>
<i>% Büyüme</i>		30,4%	117,7%	110,2%	46,1%	24,9%	25,3%	24,6%	18,2%	14,4%	11,5%	8,8%	7,0%
Satışların Maliyeti (amortisman hariç)	-837	-984	-2.225	-4.671	-6.770	-8.347	-10.431	-12.997	-15.366	-17.572	-19.595	-21.322	-22.813
<b>Brüt Kar (amortisman hariç)</b>	<b>274</b>	<b>465</b>	<b>929</b>	<b>1.960</b>	<b>2.916</b>	<b>3.753</b>	<b>4.726</b>	<b>5.893</b>	<b>6.971</b>	<b>7.975</b>	<b>8.897</b>	<b>9.683</b>	<b>10.360</b>
<i>Brüt Kar Marjı (amortisman hariç)</i>	24,6%	32,1%	29,5%	29,6%	30,1%	31,0%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%	31,2%
Faaliyet Giderleri (amortisman ve itfa hariç)	-36	-69	-96	-240	-370	-487	-625	-779	-921	-1.053	-1.174	-1.278	-1.367
<i>Satışlara oranı (amortisman ve itfa hariç)</i>	3,3%	4,8%	3,0%	3,6%	3,8%	4,0%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
<b>FAVÖK</b>	<b>237</b>	<b>396</b>	<b>833</b>	<b>1.720</b>	<b>2.546</b>	<b>3.266</b>	<b>4.101</b>	<b>5.114</b>	<b>6.050</b>	<b>6.922</b>	<b>7.722</b>	<b>8.405</b>	<b>8.992</b>
<i>FAVÖK Marjı</i>	21,4%	27,3%	26,4%	25,9%	26,3%	27,0%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%	27,1%

Şirket'in 2019-2022b arası net satışları ve FAVÖK'ünün yıllık bileşik büyüme oranı (YBBO) sırasıyla %81,4 ve %93,5 iken 2022b-2031t yılları arası net satışları ve FAVÖK'ünün YBBO'sunun sırasıyla %19,6 ve %20,2 olacağı öngörülmüştür. 2022b- 2031t yılları arasındaki brüt kar marjındaki iyileşmeye karşı, Şirket'in amortisman ve itfa hariç düzeltilmiş faaliyet giderlerinin satışlara oranındaki artış nedeniyle aynı dönemde FAVÖK marjında 2021 yılına kıyasla iyileşmenin 0,7 puan ile sınırlı kalacağı öngörülmüştür.

## AOSM

- 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 üç yıllık ortalaması olan %16,3 2024 ve sonrası için dikkate alınmıştır.
- 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 kar ve vergi sonrası kar arası ndaki 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 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.

## Astor Enerji A.Ş. Fiyat Tespit Raporu'na İlişkin Analist Raporu

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
<b>AOSM</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Sermaye Maliyeti</b>	<b>25,8%</b>	<b>24,1%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>	<b>22,3%</b>
<b>Özkaynak Oranı</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>	<b>64,1%</b>
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%
<b>Vergi Sonrası Borç Maliyeti</b>	<b>19,1%</b>	<b>18,5%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>	<b>17,1%</b>
<b>Borç Oranı</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>	<b>35,9%</b>

İNA Tablosu	2022T	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T
<b>Satış Hasılatı</b>	<b>6.630.621.551</b>	<b>9.686.032.681</b>	<b>12.099.270.006</b>	<b>15.157.198.700</b>	<b>18.889.977.950</b>	<b>22.336.746.256</b>	<b>25.547.072.119</b>	<b>28.491.884.287</b>	<b>31.004.615.991</b>	<b>33.172.787.953</b>
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	1.052.956.690	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%
<b>Düzeltilmiş FAVÖK</b>	<b>1.719.521.043</b>	<b>2.545.543.821</b>	<b>3.265.951.326</b>	<b>4.101.439.896</b>	<b>5.113.958.598</b>	<b>6.050.138.414</b>	<b>6.922.412.165</b>	<b>7.722.482.803</b>	<b>8.404.609.535</b>	<b>8.992.349.075</b>
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	198.566.490	268.564.558	340.286.461	411.229.770	479.766.877	551.485.824	623.074.878	691.638.271
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1.639.358.465</b>	<b>2.403.713.145</b>	<b>3.067.364.836</b>	<b>3.832.875.337</b>	<b>4.773.672.137</b>	<b>5.638.908.644</b>	<b>6.442.645.287</b>	<b>7.170.996.979</b>	<b>7.781.534.657</b>	<b>8.300.710.805</b>
Vergi Oranı	23%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
<b>Vergi Sonrası Faaliyet Karı</b>	<b>1.262.306.018</b>	<b>1.922.970.516</b>	<b>2.453.891.869</b>	<b>3.066.300.270</b>	<b>3.818.937.710</b>	<b>4.511.126.915</b>	<b>5.164.116.230</b>	<b>5.736.797.583</b>	<b>6.225.227.726</b>	<b>6.640.668.644</b>
+ Amortisman	80.162.577	141.830.676	198.566.490	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
<b>AOSM</b>	<b>23,4%</b>	<b>22,1%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>	<b>20,5%</b>
İskonto faktörü	0,98	0,80	0,67	0,56	0,46	0,39	0,32	0,27	0,22	0,18
<b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>	<b>-27.066.629</b>	<b>105.690.997</b>	<b>805.022.598</b>	<b>845.792.130</b>	<b>968.423.414</b>	<b>1.115.693.242</b>	<b>1.164.758.690</b>	<b>1.155.451.285</b>	<b>1.112.472.781</b>	<b>1.031.116.505</b>
Uç Değerin Bugünkü Değeri										5.883.509.743
<b>SNA'nın Bugünkü Değeri</b>	<b>8.277.355.012</b>									
Uç Değer Büyümesi	5,0%									
<b>Uç Değerin Bugünkü Değeri</b>	<b>5.883.509.743</b>									
<b>Firma Değeri</b>	<b>14.160.864.755</b>									
Net Borç/(Net Nakit)	923.665.756									
<b>Özsermaye Değeri (TL)</b>	<b>13.236.998.999</b>									
Özsermaye Değeri (ABD\$)	709.758.669									
<b>Pay Başına Özsermaye Değeri</b>	<b>15,57</b>									

Şirkete ait toplam serbest nakit akım ları (SNA'lar) aşağıdaki tabloda gösterildiği üzere, uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2031 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak varsayılmış olup, uç değer hesaplaması ihtiyatlı bir yaklaşımla 2022 AOSM'si kullanılarak yapılmıştır. 2022 yılı için değerlendirme çalışmasının tamamlandığı 18.11.2022 tarihinden yılsonuna kadar olan SNA dikkate alınmış olup, AOSM göre hesaplanan iskonto faktörü de 2022 yılı için aynı kıst esasıyla dikkate alınmıştır. Buna göre aşağıdaki tabloda gösterilen Şirket'e ait toplam SNA'lar ve uç değer, değişken AOSM'ler ile değerlendirme tarihine olan 18.11.2022'ye indirgenmiş ve 5.3.5'te net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 13.236.998.999 TL olarak hesaplanmıştır. Pay başına değer ise 15,57 TL'ye tekabül etmektedir.

## 5) Görüş:

TEB Yatırım'ın Fiyat Tespit Raporu'na ilişkin görüşlerimiz aşağıdaki şekildedir.

İndirgenmiş Nakit Akımları ve Çarpan Analizi yöntemlerine göre Şirket Değeri hesaplanmıştır. İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi'ne %50 ve Çarpan Analizi'ne %50 ağırlık verilerek **Şirket Değeri 14.085 milyon TL** ve **Birim Pay Değeri 16,57 TL** olarak tespit edilmiştir. Söz konusu değerlere %24,6 halka arz iskontosu uygulanarak Halka Arz **Şirket Değeri 10.620 TL** ve **Halka Arz Birim Pay Değeri 12,50 TL** olarak belirlenmiştir.

Değerleme Yöntemi	Ağırlık	Şirket Değeri (MM TL)	Birim Pay Değeri TL
İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi	%50	13.236	15,57
Çarpan Analizi	%50	14.934	17,57

Ağırlıklandırılmış Şirket Değeri	14.085 Milyon TL	16,57
Halka Arz İskontosu	%24,6	
Halka Arz Şirket Değeri	10.620 Milyon TL	12,50

### İndirgenmiş Nakit Akımları

- İndirgenmiş Nakit Akımları baz alınan varsayımlar altında hesaplanan gelecek projeksiyonlarına dayalı olarak şirket değerini vermektedir. Bu projeksiyonların gerçekleşmesi ise varsayımların gerçekleşmesine bağlıdır. Şirket'in faaliyetlerinde, faaliyet gösterdiği sektörde veya makroekonomik koşullarda meydana gelebilecek gelişmelerin Astor Enerji'nin projeksiyonlarını etkileme potansiyeli bulunduğunu ve bu kapsamda Şirket Değeri üzerinde etki yaratabileceğinin değerlendirilmesi gerektiği görüşünderiz.

### Çarpan Analizi

- Çarpan Analizi metodunda hem Yurtiçi hem de Yurtdışı Benzer Şirketlerin çarpanları hesaplamada kullanılmasını olumlu bulmaktayız.
- Çarpan analizinin tamamında sadece Firma Değeri/Faiz Amortisman Vergi öncesi Kar (FD/FAVÖK) çarpanının medyanı dikkate alınmıştır. Astor Enerji'nin faaliyet gösterdiği sektör göz önüne alındığında şirket değeri bulunurken en önemli rasyonun FD/FAVÖK olduğunu düşünmekle birlikte, F/K, PD/DD ve FD/Satışlar rasyolarının da Çarpan Analizi metodunda kullanılmasının uygun olabileceği görüşünderiz.
- FD/FAVÖK çarpanları 0X-25X aralığında olan verilerin hesaplamaya dahil edilmesini muhafazakar bir bakış açısıyla olumlu bulmaktayız.

**Sonuç olarak**, Fiyat Tespit Raporu'nda Astor Enerji A.Ş. hakkında kapsamlı bir bilgilendirme yapılmış, değerlendirme yöntemleri, bu yöntemler temelinde yapılan analizler ve değerlemeye konu varsayımlar Fiyat Tespit Raporu'nda detaylı olarak yeterli şekilde açıklanmıştır.

Fiyat Tespit Raporu'nda %24,6 Halka Arz iskontosu uygulanarak ulaşılan **12,50 TL'lik Halka Arz Birim Fiyatının** İzahname'de yer alan riskler saklı kalmak koşuluyla makul olduğu görüşünderiz.