



ASTOR ENERJİ A.Ş.

**01.01.2024 – 31.03.2024 DÖNEMİ HALKA ARZ FİYATININ
BELİRLENMESİNDE ESAS ALINAN VARSAYIMLARA İLİŞKİN
GERÇEKLEŞME VE DEĞERLENDİRME RAPORU**

**Sermaye Piyasası Kanunu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5
Maddesi Uyarınca Hazırlanmıştır.**

Mayıs 2024

1. GENEL BİLGİLER

Ticaret Unvanı	: Astor Enerji A.Ş.
Ticaret Sicil No	: 371935
Adres	: ASO 2. ve 3. OSB Alıcı Mah. 2001 Cad. A Blok No: 5/A Sincan/Ankara
İletişim Bilgileri Telefon – Faks	: + 90 312 267 01 56- + 90 312 267 00 34
Kuruluş Tarihi	: https://astoras.com.tr
Faaliyet Konusu	: Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Üretimi
Ticaret Sicili	: Ankara Ticaret Sicili Müdürlüğü- 371935
İşlem Gördüğü Borsa	: BIST
İşlem Sembolü	: ASTOR
Kayıtlı Sermaye Tavanı	: 4.250.000.000.-TL
Çıkarılmış Sermaye	: 998.000.000.- TL

2. RAPORUN KONUSU VE GEREKÇESİ

Astor Enerji A.Ş.’nin (“Astor Enerji” veya “Şirket”) halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediğine ilişkin değerlendirmeleri içeren işbu rapor Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29/5 maddesi gereğince hazırlanmıştır.

3. İLGİLİ AÇIKLAMALAR

Sermaye Piyasası Kurulu’nun VII-128.1 Sayılı Pay Tebliği’nin 29. maddesinin 5. Fıkrasında yer alan; *“Payları ilk defa halka arz edilen ortaklığın, paylarının borsada işlem görmeye başlamasından sonraki iki yıl boyunca finansal tablolarının kamuya açıklanmasını müteakip on iş günü içerisinde, halka arz fiyatının belirlenmesinde esas alınan varsayımların gerçekleşip gerçekleşmediği, gerçekleşmediyse nedeni hakkında değerlendirmeleri içeren bir rapor hazırlaması ve söz konusu raporun ortaklığın internet sitesinde ve KAP’ta yayımlanması zorunludur. Bu yükümlülük ortaklık bünyesindeki denetimden sorumlu komite tarafından yerine getirilir. Denetimden sorumlu komite kurma zorunluluğu bulunmayan ortaklıklar için bu yükümlülük yönetim kurulu tarafından yerine getirilir.”*

İşbu rapor söz konusu Tebliğ hükmü gereğince hazırlanarak kamuoyu ile paylaşılmaktadır.

4. FİYAT TESPİT RAPORUNDA YER ALAN DEĞERLEME YÖNTEMLERİ

Şirket’in halka arz sürecinde TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. (“TEB Yatırım”) tarafından hazırlanan ve Şirketimizin internet sitesi, TEB Yatırım’ın internet sitesi ve Kamuyu Aydınlatma Platformu’nda 29.12.2022 tarihinde yayımlanarak yatırımcıların bilgisine sunulan 22.11.2022 tarihli fiyat tespit raporunda, şirketimizin ortak pay satışı yöntemi ve sermaye artırım yöntemi ile halka arz edilen paylarının birim fiyat tespitinde, sektörün ve şirketimizin spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiş ve uluslararası kabul görmüş, aşağıda yer verilen, iki temel yöntem kullanılmıştır.

Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

TEB Yatırım, Şirket'in geçmiş finansal performansını da dikkate alarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımları mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirmiştir.

Çarpan Analizi yöntemi ise borsada işlem gören benzer şirketlerin güncel değerleriyle kıyaslama imkânı vererek, birçok varsayıma bağlı yapılan İNA Analizi yöntemini teyit edici özellik taşımaktadır.

İNA Analizi yöntemi, birçok varsayıma dayanarak şirketin faaliyetlerinin içsel değerini bulmaya odaklanarak, uzun vadeli potansiyelini yansıtır ve şirket spesifik riskleri de barındırarak etraflı bir değerlendirme imkânı sunmaktadır.

4.1. Pazar Yaklaşımı: Çarpan Analizi

Çarpan Analizi yöntemi; pay piyasalarının etkin işlediği varsayılarak halka açık olmayan şirketlerin işlem gören benzer nitelikteki şirketlerle karşılaştırılarak değerlerinin tespit edilmesi esasına dayanmaktadır.

Çarpan Analizi Yöntemi'ne göre Astor Enerji'nin şirket hesaplamasında kullanılan finansal veriler için 30.09.2022 tarihli bilanço verileri ile 30.09.2021 – 30.09.2022 dönemine ilişkin Gelir Tablosu verileri kullanılmıştır

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 Kar (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.

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.

Şirket'in 30.09.2022 tarihli bilançosundaki net finansal borç ve son 12 ay FAVÖK değeri düzeltilmiş olarak (Fiyat Tespit Raporu'nun 5.3.2 faaliyet giderleri projeksiyonu kısmında anlatıldığı üzere Ar-Ge personeli giderleri dahil edilerek FAVÖK düzeltmesi yapılmıştır) çarpan analizinde kullanılmıştır:

Çarpan Analizi Yöntemi'nde dikkate alınan; Net Finansal Borç Pozisyonu, FAVÖK ve Net Kar verileri özet olarak aşağıda yer almaktadır.

Astor Enerji A.Ş. Özet Veriler	:	TL
Net Finansal Borç (30.09.2022)	:	923.865.756
FAVÖK (30.09.2021-30.09.2022)	:	1.567.080.794
Net Kar (30.09.2021-30.09.2022)	:	1.100.291.968

Yurt dışı benzer şirketlerin, yurt içi BİST-Metal Eşya Makina Endeksi'ndeki şirketlerin ve yurt içi BİST Yıldız Pazar'daki sanayi şirketlerinin FD/FAVÖK çarpanlarının medyanına göre hesaplanan özsermaye değerleri hesaplanmıştır. Toplamda %80 ağırlığı olan yurt içi çarpanlarda, çalışmanın geneline hâkim 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.

4.2. Gelir Yaklaşımı: İndirgenmiş Nakit Akımları (“İNA”) Analizi

İNA Analizi, bir şirketin serbest nakit akımı üretme yeteneği üzerinden yapılan bir değerlendirme yöntemi olup bu serbest nakit akımlarının bugüne indirgenmesi ve nakit pozisyonun da eklenmesi ile oluşan değeri, şirketin özsermaye değeri olarak kabul eder.

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.

İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu:

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket’in öngörülleri ile oluşturulması ve birçok varsayımsal parametreye bağlı olması nedeniyle, geleceğe dönük herhangi bir taahhüt anlamına gelmemektedir. Projeksiyonların farklılaşması halinde farklı özsermaye değeri ve pay başına değere ulaşılabilir.

Şirkete ait toplam serbest nakit akımları (SNA’lar), uç değer için ise uç değer büyüme oranı enflasyon oranlarındaki düşüş beklentisi de dikkate alınarak 2031 sonrasındaki dönem için %5,0 olarak kullanılarak hesaplanmıştır. 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 kısıt esasıyla dikkate alınmıştır. Buna göre Şirket’e ait toplam SNA’lar ve uç değer, AOSM’ler ile değerlendirme tarihine olan 18.11.2022’ye indirgenmiş ve net finansal borç düşülerek özsermaye değeri 13.236.998.999.- TL olarak hesaplanmıştır.

5. 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 olarak hesaplanmıştır. Ek pay satışı ile birlikte halka arz edilecek payların nominal değerleri toplamı 210.000.000 TL’ye çıkmıştır. Bu durumda, halka arz büyüklüğü 2.625.000.000 TL, halka arz sonrası halka açıklık oranı ise %21,04 olmuştur.

6. TAHMİN VE GERÇEKLEŞME VERİLERİ

Fiyat Tespit Raporunda kullanılan veriler, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ve 30.09.2022 tarihli finansal tablolar ile söz konusu finansal tablolar için Eren Bağımsız Denetim A.Ş. tarafından hazırlanan özel bağımsız denetim raporu (“Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu”), İzahname’nin 7. bölümünde de kısmen yer alan BKP Uygulamalı Yönetim Danışmanlığı Ltd.’nin hazırladığı ve muvafakatnamesi alınarak kullanılan “An Overview of Turkish Transformer and Switchgear Market” 2022 yılı sektör raporu (“BKP 2022 Sektör Raporu”), kamuya açık olan kaynaklardan edinilen bilgiler, Şirket yönetiminin 2022 yılı bütçe ve 2023-2031 yıllarına ilişkin finansal tahminleri ve TEB Yatırım’ın bulguları ve tahminlerine dayanmaktadır.

Milyon TL/USD TFRS (*)	2024 Yıl Sonu Tahminleri		2024 Ç1 Tahminleri		2024 Ç1 Gerçekleşme		Gerçekleşme Oranı (%)	
	TL (Fiyat Tespit Raporu)	USD (TCMB Kuru)	TL	USD	TL	USD**	TL	USD
Hasılat	₺12.099	\$647	₺3.025	\$162	₺5.803	\$188	191,8%	116,0%
Brüt Kar	₺3.752	\$201	₺938	\$50	₺2.000	\$65	213,2%	130,0%
Faaliyet Karı	₺3.067	\$164	₺767	\$41	₺1.473	\$48	192,0%	117,1%
FAVÖK	₺3.266	\$175	₺817	\$44	₺1.622	\$53	198,5%	120,5%

*Gerçekleşme döneminde yer alan veriler enflasyon muhasebesine göre değerlendirilmiştir. Verilerin karşılaştırılabilir olması açısından tahmin verileri 2022 yılsonu TCMB USD alış kurundan çevrilmiş ve gerçekleştirmeler bu değerler üzerinden değerlendirilmiştir.

** Hesaplama 2024 yılı ilk çeyrek ortalama TCMB USD alış kuru baz alınmıştır.

Fiyat tespit raporunda yer alan gelir ve nakit akımı projeksiyonları yıllık dönemler itibariyle yapılmıştır.

TEB Yatırım tarafından 05.01.2024 tarihinde düzenlenen “Fiyat Tespit Raporuna İlişkin Değerlendirme Raporu-II” KAP üzerinden kamuoyu ile paylaşılmıştır. Söz konusu Raporda da değinildiği üzere; Sektörün faaliyet yapısı dikkate alındığında yıllık hasılatın tahminleri ile yılsonu gerçekleştirmeleri karşılaştırılmıştır.

Buna göre 1Ç2024 dönemi için yapılan tahmin ve gerçekleştirmeler USD para cinsinden karşılaştırıldığında;

- ✓ Hasılat tahmin edilen tutarın %16 oranında üzerinde gerçekleşerek 188 Milyon USD,
- ✓ Brüt kar tahmin edilen tutarın %30 oranında üzerinde gerçekleşerek 65 Milyon USD,
- ✓ Faaliyet Kârı tahmin edilen tutarın %17 oranında üzerinde gerçekleşerek 48 Milyon USD,
- ✓ FAVÖK tutarı tahmin edilen tutarın %21 oranında üzerinde gerçekleşerek 53 Milyon USD olmuştur.

Yukarıdaki açıklama ve tespitlerimiz çerçevesinde 01.01.2024 – 31.03.2024 dönem sonu itibariyle Fiyat Tespit Raporunda belirtilen ve halka arz sürecinde düzenlenen gelir tablosu projeksiyonunun üzerinde bir performans gösterilerek beklentiler tahminlerin üzerinde bir seviyede karşılanmıştır.

Saygılarımızla,

Salih Tuncer MUTLUCAN
Denetimden Sorumlu Komite Başkanı

İsmail ŞAHİNER
Denetimden Sorumlu Komite Üyesi