TEB YATIRIM
BNP PARIBAS ORTAKLIĞI

ASTOR

Astor Enerji A.Ş.

Halka Arz Fiyat Tespit Raporu

22.11.2022

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Kuşüksu Cad.
Sokullu Sok. No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 681 44 00
Büyük Mükellefler V.D:830 007 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

İçindekiler

1. Yönetici Özeti 3
2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler 5
2.1 Şirket'in Genel Bilgileri 5
2.2 Şirket'in Faaliyetleri 5
2.3 Şirket'in Satışları Hakkında Genel Bilgi 6
2.4 Finansal Bilgiler 7
2.4.1 Gelir Tablosu 7
2.4.2 Bilanço 10
3. Sektör Hakkında Bilgi 13
3.1 Dünya Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Sektörü 13
3.2 Türkiye Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Sektörü 14
3.3 Astor'un Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları 18
3.4 Astor'un Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları 20
4. Değerleme Çalışması 20
4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan 20
4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar 21
4.3. Değerleme Proje Ekibi 21
5. Değerleme Analizi 21
5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler 22
5.2 Çarpan Analizi 22
5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri 23
5.2.2 Yurt İçi Benzer Şirketler (Elektrik Ekipman Üretim/Hizmet) Çarpan Değerleri 24
5.2.3 Yurt İçi BİST-Metal Eşya Makine Endeksi Çarpan Değerleri 25
5.2.4 Yurt İçi BİST-Yıldız Pazar Sanayi Şirketleri Çarpan Değerleri 27
5.2.4 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları 29
5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi 29
5.3.1 Varsayımlar 29
5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu 30
5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı 33
5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman 33
5.3.5 Net Finansal Borç 34
5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM) 34
5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu 36
5.4 Sonuç 36
Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı 38
Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan 39
Ek-3: Lisans Belgeleri 40

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 [illegible] 00
Büyük Mükellefler V.D:833[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

1. Yönetici Özeti

22.11.2022 tarihli ve 2022/01 sayılı bu rapor, 22.06.2022 tarihinde Astor Enerji A.Ş. ("Astor", "İhraççı" veya "Şirket") ile TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ("TEB Yatırım") arasında imzalanmış olan Halka Arz Aracılık Sözleşmesi gereği Şirket'in özsermaye değeri ve beher pay değerinin Sermaye Piyasası Kurulu'nun III.62-1 sayılı "Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ"i gereği Uluslararası Değerleme Standartları'na uygun olarak tespiti amacıyla ve Sermaye Piyasası Kurulu Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı çerçevesinde hazırlanmıştır.

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 16 yıllık tecrübeye sahiptir.

Arda Alataş, TEB Yatırım Kurumsal Finansman ve Aracılık Hizmetleri Direktörü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 16 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık hizmeti vermiş olup, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Bununla birlikte, çeşitli sermaye piyasaları işlemlerinde aktif rol almış olan Arda Alataş, yakın zamanda 5 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

Berkay Kaan Kantaş, TEB Yatırım Kurumsal Finansman ve Aracılık Hizmetleri Yöneticisi, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman, finansal raporlama bölümlerinde ve reel sektörde finansal analist olarak toplamda 5 yıllık deneyiminde yerli ve yabancı çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve halka arz projesinde çalışmıştır. Berkay Kaan Kantaş, Özyeğin Üniversitesi Endüstri Mühendisliği Bölümü mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.303509)

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak Fiyat Tespit Raporu'nun 4.1 no.lu başlığında yer alan etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Değerleme çalışmamızda 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 muvaffakatnamesi 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.

TEB Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerin kendi bilgisi dahilinde doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

TEB Yatırım, değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır. TEB Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, TEB Yatırım tarafına sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özeni göstermiş ve bunun sonucunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymış, bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğunu ayrıca denetlememiştir. Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır. Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya TEB Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) TEB Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte bunların tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükyalı Cad. Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 [illegible] 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

ilişkin istatistiki veri içeren BKP 2022 Sektör Raporu analizleri dışında bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir "ticari inceleme raporu" bulunmamaktadır. Dolayısıyla, verilen tahminleri BKP 2022 Sektör Raporu dışında bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. TEB Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İndirgenmiş Nakit Akımları ("İNA") Analizi

Değerleme metodolojileri sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilmiştir. Uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

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 artırımı 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 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**

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Özsermaye Değeri	***14.085.908.275***
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	850.000.000
Pay Başına Değer	**16,57**
Halka Arz İskontosu	24,60%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	10.620.774.839
Halka Arz Pay Başına Değeri *	**12,50**
Sermaye Artırım Oranı	17,41%
Sermaye Artırımı (nominal TL)	148.000.000
Sermaye Artırımı Büyüklüğü	1.850.000.000
Ortak Satışı (nominal TL)	27.000.000
Ortak Satışı Büyüklüğü	337.500.000
Ek Satış Oranı	20,00%
Ek Satış (nominal TL)	35.000.000
Ek Satış Büyüklüğü	437.500.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Hariç)	175.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Dahil)	210.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	**2.187.500.000**
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	**2.625.000.000**
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	12.475.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	998.000.000
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	17,54%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	21,04%

** Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.*

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokuluk Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8330047508
Ticaret Sicil No:358...
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

2. Şirket ve Faaliyetleri Hakkında Bilgiler

2.1 Şirket'in Genel Bilgileri

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.

Sermaye ve 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%**

Kaynak: TEB Yatırım, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

2.2 Şirket'in Faaliyetleri

Şirket, Ankara ili Sincan ilçesinde yer alan Ankara 2. Organize Sanayi Bölgesi Alcı OSB Mah. 2001 Cad. No: 3 adresinde 2017 yılında devreye alınan 95.000 m² arsaya kurulu yaklaşık 78.000 m² kapalı alanı bulunan fabrikasında ve aynı OSB içinde Alcı OSB Mah. 2001 Cad. No: 5 adresinde 2020 yılında faaliyete başlayan 42.000 m² arsaya kurulu yaklaşık 27.000 m² kapalı alanı bulunan mekanik imalat fabrikasında; yağlı tip dağıtım transformatörleri, kuru tip dağıtım transformatörleri, güç transformatörleri, özel tip transformatörler, endüstriyel transformatörler, orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünleri, beton ve sac köşk olmak üzere trafo merkezleri imal etmektedir. 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.

Şirket'in mevcut üretim tesislerindeki üretim, kapasite ve kapasite kullanım oranları (KKO) yer almaktadır.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8380007 3508
Ticaret Sicil No:358754
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

		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	-
31.12.2020	Üretim	14.915 MVA	8.243 MVA	23.076 adet	-
	Kapasite	24.000 MVA	10.500 MVA	35.000 adet	-
	KKO	%62	%78	%65	-
31.12.2021	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
30.09.2022	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

Kaynak: Şirket

2.3 Şirket'in Satışları Hakkında Genel Bilgi

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

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
TOPLAM	**1.110.723.551**	**1.448.766.348**	**3.154.302.309**	**2.007.139.972**	**4.626.151.680**

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%
TOPLAM	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Kaynak: Şirket

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

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Şerifali Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8330007 3508
Ticaret Sicil No:355254
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

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
TOPLAM	**1.110.723.551**	**1.448.766.348**	**3.154.302.309**	**2.007.139.972**	**4.626.151.680**

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%
TOPLAM	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**	**100,0%**

Kaynak: Şirket

2.4 Finansal Bilgiler

2.4.1 Gelir Tablosu

Şirket'in 2019, 2020, 2021 yıllık ile 2021 ve 2022 yılı 9 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş gelir tablosu 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**
Genel yönetim giderleri (-)	-15,359,357	-15,048,460	-20,464,711	-15,624,074	-45,008,530
Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (-)	-14,934,393	-45,740,997	-65,601,239	-38,716,793	-125,582,702
Araştırma ve geliştirme giderleri (-)	-10,625,227	-17,374,432	-22,590,286	-16,663,578	-17,969,499
Esas faaliyetlerden diğer gelirler	49,595,956	172,746,283	555,210,036	200,628,815	562,119,376
Esas faaliyetlerden diğer giderler (-)	-59,440,247	-146,028,007	-324,352,881	-150,257,983	-365,509,761
Esas faaliyet kârı	**197,841,957**	**374,009,192**	**1,006,310,479**	**421,465,892**	**1,297,764,926**
Yatırım faaliyetlerinden gelirler	3,266,399	4,889,828	5,126,504	7,225,097	64,858,359
Yatırım faaliyetlerinden giderler (-)	-470,945	0	-13,813,815	-3,398,386	-1,774,664
Finansman gideri öncesi faaliyet kârı	**200,637,411**	**378,899,020**	**997,623,168**	**425,292,603**	**1,360,848,621**
Finansman gelirleri	838,567	2,168,983	16,915,907	7,745,302	65,538,413
Finansman giderleri (-)	-72,436,983	-156,449,526	-459,442,629	-142,428,401	-233,500,879
Vergi öncesi kârı	**129,038,995**	**224,618,477**	**555,096,446**	**290,609,504**	**1,192,886,155**
Dönem vergi gideri (-)	0	-484,532	-57,468,871	-31,676,869	-198,830,566
Ertelenmiş vergi geliri/ (gideri)	-1,592,020	1,451,491	20,053,582	4,501,990	106,236,379
Net dönem kârı	**127,446,975**	**225,585,436**	**517,681,157**	**263,434,625**	**1,100,291,968**
Pay başına kazanç	*0,64*	*1,13*	*2,52*	*1.32*	*1.29*

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Satış Hasılatı

Şirket'in 2019 yılı net satışları 1.110.723,50 TL iken 2020 yılsonu 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

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükbakkal Cad
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D.:833 007 3508
Ticaret Sicil No:359[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

itibarıyla sona eren dönemde net satış tutarı 4.626.151.679 TL olarak gerçekleşmiş olup, önceki yılın aynı dönemine göre %130 artış göstermiştir.

Satışlar (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Yurtiçi satışlar	893.312.936	1.183.284.201	2.633.326.558	1.689.893.852	3.827.941.681
Yurtdışı satışlar	222.363.668	278.278.471	558.993.508	328.891.164	866.291.334
Diğer gelirler	23.458.429	3.361.569	7.424.072	4.251.733	7.424.243
Brüt satışlar	**1.139.135.033**	**1.464.924.241**	**3.199.744.138**	**2.023.036.749**	**4.701.657.258**
Satışlardan iadeler ve iskontolar (-)	(28.411.482)	(16.157.893)	(45.441.829)	(15.896.777)	(75.505.579)
Net satışlar	**1.110.723.551**	**1.448.766.348**	**3.154.302.309**	**2.007.139.972**	**4.626.151.679**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Satışların Maliyeti

Satışların maliyeti 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ile sona eren yıllık ve 30 Eylül 2021, 30 Eylül 2022 ile sona eren 9 aylık ara dönemlerde sırasıyla 862.118.326 TL, 1.023.311.543 TL, 2.270.192.749 TL, 1.565.040.467 TL ve 3.336.435.637 seviyesinde gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde bir önceki yıla göre %18,7 artış, 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre %121,8 oranında artış ve 30 Eylül 2022 tarihinde 2021 yılının aynı dönemine kıyasla %113 artış göstermiştir.

2021 yılı ilk yarısında tüm dünyada yaşanan küresel daralmadan kaynaklı hammaddeye olan erişimin zorlaşması ile hammadde fiyatlarındaki artışlardan kaynaklı, hammadde maliyetleri artış göstermiştir. Bununla birlikte, 2021 yılının ikinci çeyreğinde alınan ve üçüncü çeyreğinde teslimi yapılan siparişlerin üretim maliyetlerindeki dalgalanmalar, brüt karlılıkta geçici düşüşe sebep olmuştur. Bu durum, 30 Eylül 2021'deki satılan malın maliyetine yansımış olup, dönem geçişi nedeniyle brüt karlılık geçici olarak %22,0 olarak gerçekleşmiştir.

Satışların maliyeti (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
İlk madde ve malzeme ile genel üretim giderleri	803.470.132	1.011.651.481	2.235.299.047	1.545.063.837	2.862.727.411
Personel giderleri	44.679.413	58.285.859	110.279.106	78.537.059	136.570.736
Amortisman giderleri ve itfa payları	24.814.553	39.036.641	44.482.454	31.067.357	37.029.327
Yarı mamul stoklarındaki değişim	(10.881.980)	(15.703.237)	(121.686.634)	(62.470.553)	(693.745.580)
Mamul stoklarındaki değişim	(3.605.982)	(93.436.997)	(94.950.360)	(54.517.605)	(439.878.169)
Satılan ticari mal maliyeti (-)	3.642.190	23.477.796	96.769.136	27.360.372	46.240.752
Toplam	**862.118.326**	**1.023.311.543**	**2.270.192.749**	**1.565.040.467**	**3.336.435.637**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Faaliyet Giderleri

Şirket'in genel yönetim giderleri 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ile sona eren yıllık ve 30 Eylül 2021 ve 30 Eylül 2022 ile sona eren 9 aylık ara dönemlerde sırasıyla 15.359.357 TL, 15.048.460 TL, 20.464.711 TL, 15.624.074 TL, 45.008.530 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde bir önceki yıla göre %2,0 azalış, 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre %36,0 oranında artış ve 30 Eylül 2022 tarihinde 2021 yılının aynı dönemine kıyasla %188 artış göstermiştir.

Şirket'in genel yönetim giderlerinin hasılata oranı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ile sona eren mali dönemler ve 30.09.2022 ile sona eren ara dönem itibarıyla sırasıyla %1,4, %1,0, %0,6, %0,8 ve %1,0 seviyesindedir.

Genel Yönetim Giderleri (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Personel giderleri	4.191.310	5.467.711	10.345.121	7.367.446	26.373.845
Dışardan sağlanan hizmetler	1.988.427	1.297.056	1.110.544	3.275.259	10.609.144
Lisans giderleri	590	1.786.062	623	413	673
Amortisman giderleri	112	185	264	350	1.010.970
Vergi, resim ve harçlar	1.493.783	1.990.772	815	658	399
Seyahat giderleri	2.536.456	1.672.267	2.847.816	54	138
Diğer	4.447.510	2.649.805	4.458.692	3.506.807	5.804.302
Toplam	**15.359.357**	**15.048.460**	**20.464.711**	**15.624.074**	**45.008.530**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:83[illegible] 007 3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderleri 31 Aralık 2019, 31 Aralık 2020, 31 Aralık 2021 ile sona eren yıllık ve 30 Eylül 2021, 30 Eylül 2022 ile sona eren 9 aylık ara dönemlerde sırasıyla 14.934.393 TL, 45.740.997 TL, 65.601.239 TL, 38.716.793 TL ve 125.582.702 TL seviyesinde gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde bir önceki yıla göre %206,3 artış, 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre %43,4 oranında artış ve 30 Eylül 2022 tarihinde 2021 yılının aynı dönemine kıyasla %224 artış göstermiştir.

Şirket'in pazarlama, satış ve dağıtım giderlerinin hasılata oranı 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021 ile sona eren mali dönemler ve 30.09.2021 ve 30.09.2022 ile sona eren ara dönem itibarıyla sırasıyla %1,3, %3,2, %2,1, %1,9 ve %2,7 seviyesindedir.

Pazarlama, satış ve dağıtım giderleri (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022
Nakliye giderleri	4.259.131	18.454.064	31.989.331	7.747.517	46.132.624
Satış prim ve komisyon giderleri	1.506.772	15.668.833	17.795.902	12.875.459	38.413.711
Personel gideri	3.688.987	4.812.412	9.105.270	6.484.466	16.843.731
İhracat giderleri	3.361.346	11.499.053	1.488.290	10.490.693	12.388.695
Reklam ve sponsorluk giderleri	-	1.601.110	794	325	2.256.248
Seyahat giderleri	490	640	298	161	607
Amortisman giderleri	72	119	228	66	60
Bakım, onarım giderleri	622	150	42	37	33
Diğer	4.295.354	4.295.452	5.348.731	530	8.847.201
Toplam	**14.934.393**	**45.740.997**	**65.601.239**	**38.716.793**	**125.582.702**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Karlılık Oran Analizleri

Karlılık oranlarını içeren tablo aşağıda paylaşılmıştır.

Karlılık Oranları	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2021	30.09.2022	Son 12 ay
Brüt kar marjı	22.4%	29.4%	28.0%	22.0%	27.9%	30.0%
Faaliyet kar marjı	17.8%	25.8%	31.9%	21.0%	28.1%	32.6%
FAVÖK marjı	21.9%	27.9%	26.7%	20.9%	25.0%	27.4%
Net Kar marjı	11.5%	15.6%	16.4%	13.1%	23.8%	23.5%

Kaynak: TEB Yatırım, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax 0216 634 44 00
Büyük Mükellefler V.D:83[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

2.4.2 Bilanço

2019, 2019, 2021 ve 2022 yılı ilk 9 aylık dönemlerine ait özel bağımsız denetimden geçmiş bilanço aşağıdadır.

VARLIKLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Varlıklar				
Dönen varlıklar				
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:				
- İlişkili taraflardan	*27.948.175*	*59.076.672*	*76.866.865*	*45.451.248*
- İlişkili olmayan taraflardan	*467.376.070*	*370.768.865*	*1.308.805.000*	*2.072.942.876*
Diğer alacaklar:				
- İlişkili taraflardan	*554.524*	*28.661.602*	*29.017.992*	
- İlişkili 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
Toplam dönen varlıklar	**837.685.327**	**1.142.626.133**	**2.498.897.647**	**4.492.612.873**
Duran varlıklar				
Diğer alacaklar:				
- İlişkili 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
Toplam duran varlıklar	453.598.554	544.897.321	686.061.218	**1.240.896.822**
Toplam varlıklar	**1.291.283.881**	**1.687.523.454**	**3.184.958.865**	**5.733.509.695**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:021 681 4400
Büyük Mükellefler V.D:838 0[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

KAYNAKLAR (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
Kaynaklar				
Kısa vadeli yükümlülükler				
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
Kısa vadeli karşılıklar:				
- 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*
Diğer kısa vadeli yükümülükler	398.454	1.158.207	12.496.651	89.196.305
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	**663.436.031**	**789.604.267**	**1.827.581.702**	**2.968.256.873**
Uzun vadeli yükümlülükler				
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*
Toplam kısa vadeli yükümlülükler	**663.436.031**	**789.604.267**	**1.827.581.702**	**2.968.256.873**
Toplam yükümlülükler	**960.704.764**	**1.128.864.601**	**2.086.383.526**	**3.172.254.199**
Özkaynaklar				
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 değerleme 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
Net dönem kârı	127.446.975	225.585.436	517.681.157	1.100.291.968
Toplam özkaynaklar	**330.579.117**	**558.658.853**	**1.098.575.339**	**2.561.255.496**

Kaynak: Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Bilanço Oran Analizleri

Likidite Oranları: Şirket'in likiditesi açısından dönen varlıkların ne oranda güvenli olduğunu gösteren oranlardır. İşletmenin likidite durumunu, vadesi gelen borçları ödeme gücünü, beklenmedik piyasa şartlarında ve ekonomik durumlarda işletmenin faaliyetlerini sürdürebilme yetisinin de göstergeleridir.

Mali Yapı Oranları: Şirket'in kaynak yapısını gösteren ve Şirket'in varlıklarının hangi kaynaklarla ne oranlarda karşılandığını gösteren oranlardır. Bu oranlar ile bir ölçüde Şirket'in uzun vadeli borçlarını ödeme gücü gibi mali yapı durumu analiz edilebilir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 · Fax:0216 636 44 30
Büyük Mükellefler V.D:836 [illegible] 3506
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Şirket'in likidite oranları ve mali yapı oranları aşağıdaki tabloda gösterilmektedir;

MALİ YAPI ORANLARI	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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
LİKİDİTE ORANLARI	**31.12.2019**	**31.12.2020**	**31.12.2021**	**30.09.2022**
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

Kaynak: TEB Yatırım, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Net Finansal Borç veya Net Nakit Pozisyonu

Şirket'in net finansal borçluluğu aşağıdaki tablodaki gibi hesaplanmış olup, 31 Aralık 2019 itibarıyla 310.314.698 TL, 31 Aralık 2020 itibarıyla 505.996.522 TL, 31 Aralık 2021 itibarıyla 1.038.789.515 TL ve 30 Eylül 2022 itibarıyla 923.865.756 TL olarak gerçekleşmiştir.

BORÇLULUK (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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
Toplam Finansal Yükümlülükler	**404.319.514**	**730.693.869**	**1.333.015.185**	**1.435.727.447**
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
Net finansal borç	**310.314.698**	**505.996.522**	**1.038.789.515**	**923.865.756**

Kaynak: TEB Yatırım, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

Ticari Net İşletme Sermayesi

Şirket'in ticari net işletme sermayesi 31 Aralık 2019 itibarıyla 195.009.337 TL, 31 Aralık 2020 itibarıyla 527.199.090 TL, 31 Aralık 2021 itibarıyla 1.460.993.505 TL ve 2022 yılının ilk 9 ayı itibarıyla 2.264.601.667 TL olarak gerçekleşmiştir. 31 Aralık 2020 tarihinde bir önceki yıla göre %170 artış, 31 Aralık 2021 tarihinde bir önceki yıla göre %177 artış, 2022 yılının ilk 9 ayında 2021 yılsonuna kıyasla ise %55 artış göstermiştir.

TİCARİ NET İŞLETME SERMAYESİ (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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
Net İşletme Sermayesi	**195.009.337**	**527.199.090**	**1.460.993.505**	**2.264.601.667**

Kaynak: TEB Yatırım, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok. No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 90
Büyük Mükellefler V.D:83 0 3508
Ticaret Sicil No:358
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Maddi Duran Varlıklar İçerisindeki Gayrimenkuller

30.09.2022 itibarıyla İhraççı'nın arsa, tarla ve binalardan oluşan gayrimenkulleri maddi duran varlıkların önemli bir kısmını oluşturmaktadır. Gayrimenkullere ilişkin bilgiler aşağıda gösterilmektedir.

Cinsi	Edinildiği Yıl	m²	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı
ARSA	2019	94.703	ANKARA İLİ SİNCAN İLÇESİ TEMELLİ/TÜRKOBASI MAH.100490 Ada,1 Parsel Sanayi Arsası	85.230.000	ANA FABRİKA ARSASI
ARSA	2020	41.556	ANKARA İLİ SİNCAN İLÇESİ TEMELLİ/TÜRKOBASI MAH.100490 Ada,4 Parsel Sanayi Arsası	37.400.000	MEKANİK FABRİKA ARSASI
ARSA	2022	175.200	ANKARA İLİ BALA İLÇESİ BÜYÜKBIYIK/ÇİFTEHÜYÜK MEVKİİ 1144 Parsel	3.515.520	ARSA
ARSA	2022	25.800	ANKARA İLİ BALA İLÇESİ BÜYÜKBIYIK/ÇİFTEHÜYÜK MEVKİİ 1121 Parsel	910.720	ARSA
ARSA	2022	84.500	ANKARA İLİ BALA İLÇESİ BÜYÜKBIYIK/ÇİFTEHÜYÜK MEVKİİ 1145 Parsel	2.704.000	ARSA

Cinsi	Edinildiği Yıl	m²	Mevkii	Net Defter Değeri (TL)	Kullanım Amacı
SANAYİ TESİSİ	2019	77.023	ANKARA İLİ SİNCAN İLÇESİ TEMELLİ/TÜRKOBASI MAH.100490 Ada,1 Parsel Sanayi Tesisi	293.755.460	ANA FABRİKA BİNASI
SANAYİ TESİSİ	2020	29.080	ANKARA İLİ SİNCAN İLÇESİ TEMELLİ/TÜRKOBASI MAH.100490 Ada,4 Parsel Sanayi Tesisi	113.641.113	MEKANİK FABRİKA BİNASI

Kaynak: Şirket, Finansal Tablolar ve Bağımsız Denetim Raporu

3. Sektör Hakkında Bilgi

3.1 Dünya Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Sektörü

Dünya genelinde enerji üretimi ve tüketimi yükseldikçe ek enerji ekipmanı ihtiyacı oluşmakta ve bu da transformatörlere olan talebin artmasına neden olmaktadır. Günümüzde, son kullanım/uygulama açısından transformatörlere alternatif sağlayabilen bir teknoloji veya ürün mevcut değildir.

Enerji sektöründeki gelişmeler hem konvansiyonel (kömür, doğalgaz, petrol yoluyla elektrik üretimi) hem de konvansiyonel olmayan (yenilenebilir) elektrik üretimi, yeni güç altyapısının geliştirilmesi ve eski/eskiyen şebeke altyapısının geliştirilmesi için geniş bir alan yaratmaktadır. Tüm bu faktörler öncelikle transformatörlere olan talebin artmasında önemli rol almaktadır.

İletim ve dağıtım ağlarının iyileştirilmesine yönelik olumlu düzenleyici reformların başlatılmasıyla birlikte dünya genelinde artan enerji talebi, teknoloji penetrasyonunu olumlu yönde etkileyecektir. Uzak bölgeleri elektriklendirmek için dağıtım ağını güçlendirmeye yönelik artan yatırımlar da teknoloji için olumlu bir büyüme senaryosu üretecektir.

Piyasa şu anda uzun vadeli talep döngüsünün aşağı yönlü bir aşamasındadır. Ancak son yirmi yılda gecikmiş yenileme (ikame) yatırımları nedeniyle, kısa vadede talebin arttığı görülmektedir. Pazar olgunlaştıkça yenileme (ikame) yatırımlarının, yeni yatırımlara eşit olacağı ve ardından 2020'li yılların ilk yarısından itibaren yeni yatırımları aşacağı öngörülmektedir. Çin ve ABD'nin yeni üretim kapasitesi kurulumlarının yanı sıra gelişmekte olan ekonomilerdeki istikrarlı büyüme nedeniyle 2000'den 2015'e kadar olan yüksek faaliyet büyümelerini tekrarlayan bir dönem olması pek olası değildir. Ancak, nüfus artışının tetiklediği büyüme devam edecek, bu sayede elektrifikasyon doygunluğa ulaşacak ve enerji kaynaklarının yapısı değişim gösterecektir.

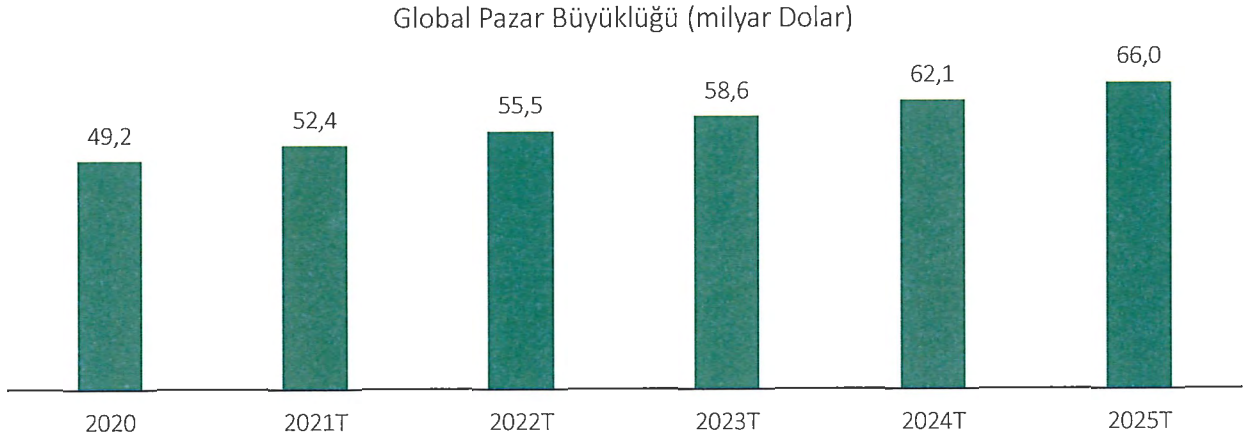
Kaynak: BKP 2022 Sektör Raporu

Global Market Insights Ağustos 2022 raporuna göre global transformatör pazarı büyüklüğünün 2021'de 49,3 milyar Dolar'a ulaştığı 2022'den 2030'a kadarki tahmin döneminde ise YBBO'nun %7,1 olacağı öngörülmektedir.

Kaynak: https://www.gminsights.com/industry-analysis/transformer-market

Transformer Report, Stat Plan 2019 raporuna göre ise global transformatör pazarının 2020 yılında 49,2 milyar Dolar'a ulaştığı hesaplanmaktadır. 2020 ve 2025 yılları arasında ise YBBO %6,0 ile büyüme göstermesi beklenmektedir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 [illegible]
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr



Kaynak: Transformer Market Report, Stat Plan, 2019

Milyar Dolar	Asya Pasifik	Doğu & Güney Doğu Asya	Orta Asya	Avrupa	Güney & Orta Amerika	Afrika & Orta Doğu	Kuzey Amerika	Toplam
2020	14,3	11,2	1,6	6,8	2,5	5,0	7,9	49,2
2021	15,2	11,8	1,7	7,2	2,8	5,4	8,4	52,4
2022	16,3	12,4	1,8	7,6	2,9	5,8	8,8	55,5
2023	17,3	13,0	1,9	8,0	3,1	6,2	9,3	58,7
2024	18,5	13,7	2,0	8,5	3,3	6,6	9,7	62,2
2025	19,7	14,4	2,1	9,0	3,5	7,1	10,2	66,0
YBBO	**%7**	**%6**	**%7**	**%6**	**%7**	**%8**	**%6**	**%6**

Kaynak: Transformer Market Report, Stat Plan, 2019

Kuzey Amerika

- Amerika Birleşik Devletleri'ndeki transformatör alımı son 30 yılda dalgalanmıştır. Bununla birlikte, modernizasyon ve eskiyen varlıklarının değiştirilmesi ihtiyacı nedeniyle güç transformatörüne olan talebin korunması beklenmektedir. Dağıtım transformatörüne olan talep de yükselen nüfus ve inşaat sektörü ile birlikte sürdürülebilir bir büyüme yolundadır.
- Kuzey Amerika'da 60'tan fazla dağıtım transformatörü üreticisi ve distribütörü vardır, ancak bu şirketlerin çoğu küçüktür ve niş pazarlara hizmet etmektedir. Sektörde sadece 6 şirket toplam cironun %80'ine sahiptir.
- Pazarın en önemli yönlendirici unsurları ise var olan dağıtım ağı üzerindeki yenileme yatırımı ihtiyacı ve artan altyapısal harcamalardır.

Afrika ve Orta Doğu

- Suudi Arabistan, güç ve dağıtım transformatörleri için bölgedeki en büyük pazar konumundadır.
- Körfez ülkeleri, diğer birçok petrol ve doğal gaz üreten ülke gibi yerli hammadde mecburiyeti düzenlemeleri getirmektedir. Bu durum lokal ve çok uluslu şirketler arasında, teknoloji ve tecrübe birleşimi doğrultusunda, birçok birleşme ve partnerlik anlaşmalarına sebep olmuştur. Hali hazırda petrol ve doğal gaz şirketleri elektrik teçhizatı sağlayan şirketlerin büyük ölçekli müşterileri konumundadır.
- Dağıtım ağlarının büyümesi ve yenilenebilir enerji kapasitelerinin artması, sektörün Afrika'da büyümesi için itici güç olacaktır.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükbakkalköy Cad.
Sokullu Sok. No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 661 44 00
Büyük Mükellefler V.D. 620 007 3502
Ticaret Sicil No:658354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Asya Pasifik

- Bölge, güç ve dağıtım transformatörleri için dünyadaki en büyük pazardır. Çin, Birleşik Devletler dışında tüm pazarlardan büyüktür. Ancak Hindistan ikinci bir büyük pazarı temsil etmektedir, sıralamada bu grubun arkasında ise Japonya gelmektedir.
- Asya Pasifik marketin en önemli yönlendirici unsurları ise büyük ölçekli yenilenebilir entegrasyon ve artan enerji talebidir.

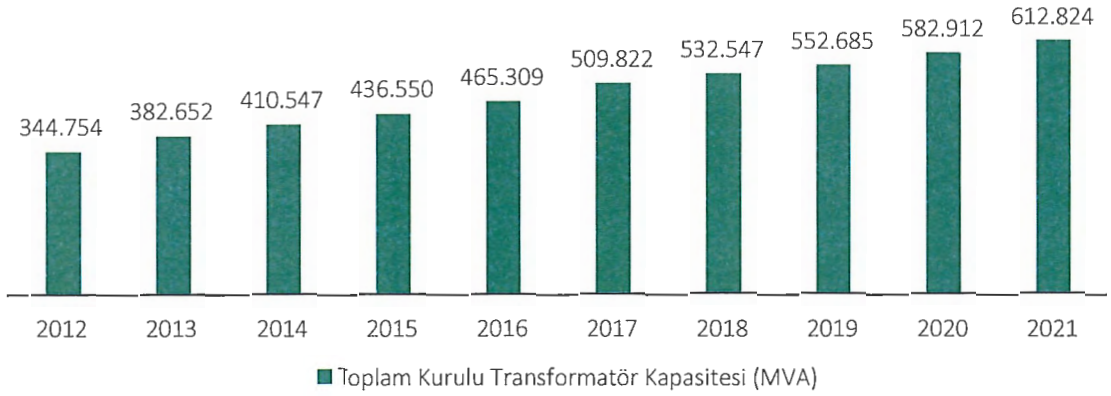
Avrupa

- Avrupa transformatör pazarı yüksek kaliteli ürünler talep etmektedir ve bu nedenle bazı şirketler için pazara girmek daha zordur. Ayrıca, rekabetin fazla olmasının sebeplerinden biri de yüksek kalite, düşük fiyat ve geniş ürün yelpazesi sunabilen bilinen markaların bu pazarda yerleşmiş olmasıdır.
- Pazar büyüklüğü daha küçük olmasına rağmen önemli gelişmeler mevcuttur. Şöyle ki; çoğu Avrupa ülkesinde mevcut sistemler karmaşıktır ve uzun bir süreye yayılarak inşa edilmişlerdir. 66kV, 50kV gibi çeşitli ara iletim voltajları vardır. Bunlar kademeli olarak azalmaktadır, ancak yine de mevcut ağların büyük bir bölümünü temsil etmektedirler. Bu nedenle, modern bir elektrik tedarik ağında, çok çeşitli çalışma voltajlarını ve akımlarını yansıtan birçok farklı sınıf ve boyutta transformatör gereklidir.
- AB, yeşil enerjiyi teşvik etmede öncü olmuştur, ancak yüksek verimli dağıtım transformatörlerini benimsemekte yavaş kalmıştır. Avrupa dağıtım transformatörü filosuna hala geleneksel teknoloji hakimdir ve ortalamada %98,38 oranında işletim verimliliği mevcuttur.

3.2 Türkiye Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Sektörü

Transformatör Kapasitesindeki Artış (MVA)

Toplam transformatör kapasitesi 2012-2021 arasında %5 YBBO ile toplam kurulu güç ile aynı doğrultuda büyümektedir.



Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

Pazar Segmentleri Bazında Transformatör Kapasiteleri

Transformatör Kapasitesi (MVA)	2020	2021
Elektrik Üretim	105.479	109.911
İletim	192.969	201.077
Elektrik Dağıtım	177.102	187.940
OSB ve diğer	107.363	113.896

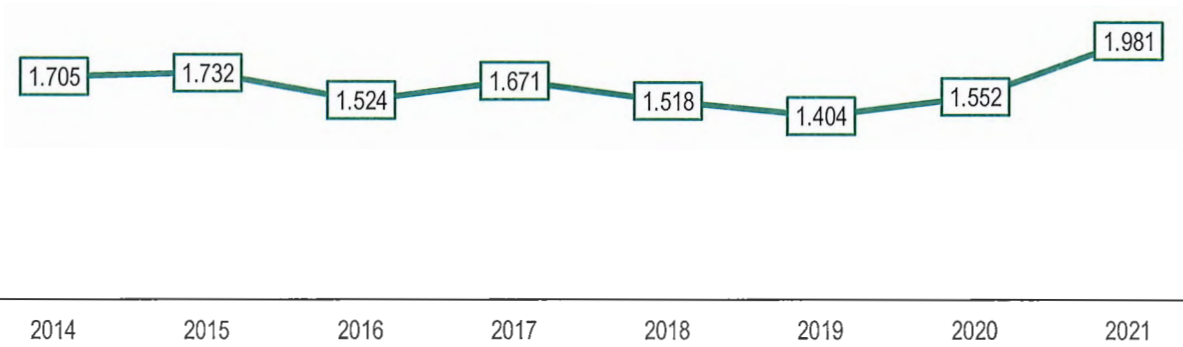
Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D: 233 001 9508
Ticaret Sicil No:368354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Türkiye'nin İç Pazar Tüketimine Göre Pazar Büyüklüğü ve Pazar Payları

Yıllar içinde Türkiye pazarı, yeni trafo yatırımlarının sürekli azalmasına rağmen 2014-2021 yılları arasında 1,4 ile 1,7 milyar USD aralığında kalmıştır. Piyasa, özellikle 2017 yılından sonra ağırlıklı olarak devlete ait TEİAŞ ve dağıtım şirketlerinin yenileme yatırımlarıyla canlı tutulmuştur. Bu trend 2021 yılında özellikle TEİAŞ yatırımlarıyla pozitif yönde bozulmuş gözükmektedir.

Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Pazarları Toplam (milyon Dolar)



Kaynak: TÜİK

Pazar Değeri (milyon Dolar)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Üretim	2.159	2.177	2.015	2.008	1.861	1.820	2.035	2.616
İhracat	1.246	1.161	1.142	1.025	1.023	1.016	1.120	1.170
İthalat	791	717	651	687	680	600	637	534
İç Pazar	1.705	1.732	1.524	1.671	1.518	1.404	1.551	1.981

Kaynak: TÜİK

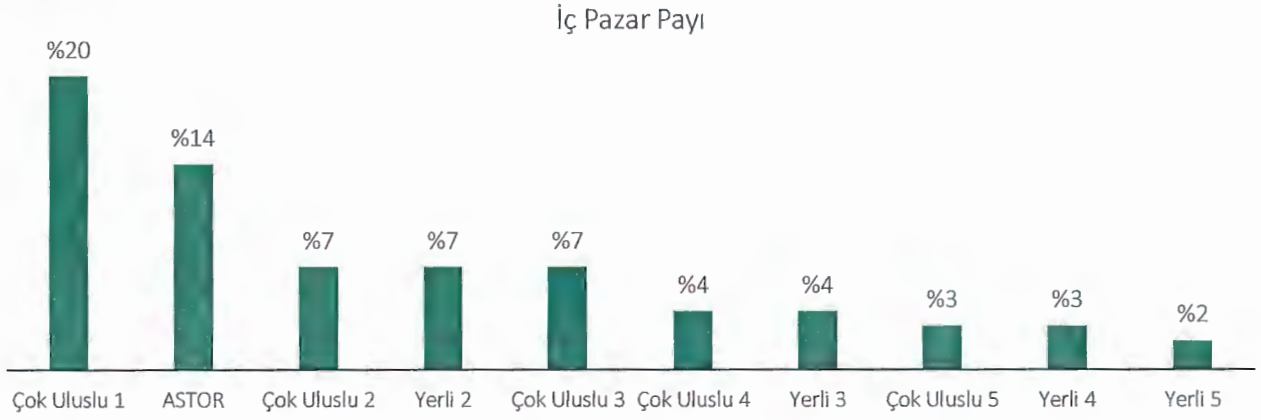
Yukarıda Türkiye transformatör ve anahtarlama ürünleri pazarının yıllar bazında üretim, ihracat ve ithalat kırılımı verilmiştir. İç pazar değeri, üretimden yapılan satışlardan ihracat değerleri çıkarılıp, ithal alımlar dahil edilerek elde edilmiştir.

Dağıtım transformatörleri üretim açısından pazarın %70'ini oluşturmaktadır. Ancak ciro açısından dağıtım trafoları %30'luk bir payla güç transformatörlerinin gerisinde kalmaktadır.

- Transformatör ve anahtarlama ürünleri karşılaştırmasında %60 değer ile en büyük payı transformatörler almaktadır. Pazar büyümeye devam ederken, yeni yatırımlar ve ikameler arasındaki oran değişmeye devam etmektedir.
- 2010-2015 yılları arasında yeni yatırımlar ikame yatırımlarının önünde yer almaktaydı, ancak son beş yıldır yenileme yatırımlarının payı daha yüksek gerçekleşmiştir. Günümüzde yeni yatırımlar, pazarın %30'unu, ikameler ise %70'ini temsil etmektedir.
- Türkiye pazarında iç talepte ithalat oranı azalan bir seyir izlemektedir. 2021'de ithalat, TEİAŞ satın almaları nedeniyle %27 ile 10 yılın en düşük oranını görmüştür.

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.

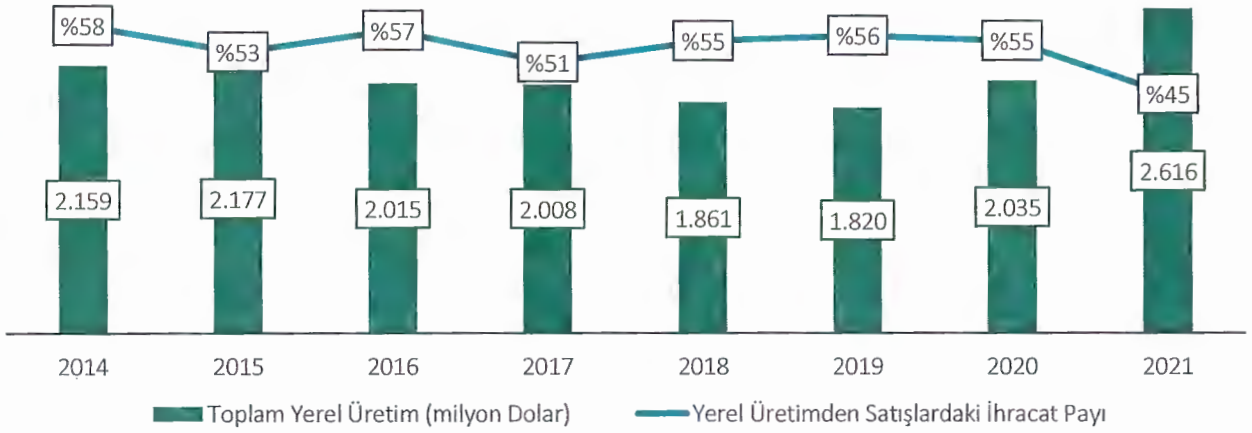
TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:021 6 636 44 14 - Fax:02[illegible]
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible]
Ticaret Sicil No: 3[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr



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'deki Üretimden Satışlara Göre Pazar Büyüklüğü ve Pazar Payları



Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

Yerli üretim 2014 – 2021 yılları arasında durağan bir seyir izlemiş ve kapasite kullanımında büyük ölçüde ihracata bağımlı olmuştur. Son 8 yılda, yerli üretimin yaklaşık %46'sı iç piyasaya, %54'ü ihracata gitmiştir.

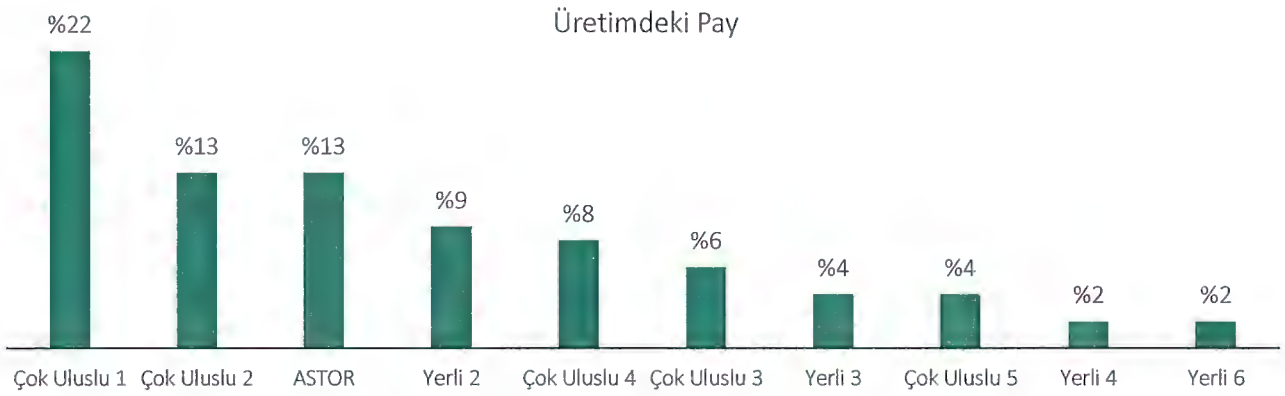
Çok uluslu şirketlerin Türkiye'yi bir üretim merkezi olarak kullanmaları ve yerli şirketlerin ihracat pazarlarındaki etkili pazarlama aktiviteleri (özellikle Afrika ve Orta Doğu pazarlarında) sebebi ile yerel üretimden yapılan ihracatın payı yüksektir.

Türkiye'nin transformatör sektörü önemli sayıda yerel ve çok uluslu şirketlerin mevcut olduğu büyük ölçekli bir sektördür. Yerli üreticiler yüksek yetkinliğe sahiptir ve imkanları dahilinde uçtan uca tüm üretimi kurum içinde tutmaya, böylece maliyetleri azaltıp karlılığı artırmaya çalışmaktadırlar. Türkiye'de transformatör ve anahtarlama ürünleri temini 2017 yılına kadar aşamalı bir şekilde azalmıştır. Başlıca sebebi bu süreçte yeni GES, RES ve diğer yenilenebilir enerji kaynakları gibi kapasitesi daha küçük ama sayısı fazla transformatör ihtiyacı olan kaynakların devreye girmesidir. Sonrasında ise 2018'deki ekonomik kriz ve Covid-19 mevcut sektörü ve pazarı etkilemiştir. 2021'de TEİAŞ ve elektrik dağıtım şirketlerinin alımlarını özellikle ikame yatırımlarında arttırması sebebiyle, yurt içinde ani bir yerli talep artışı ve dolayısıyla üretim artışı görülmüştür.

Sektördeki kapasite kullanımı oranları görece yüksektir ancak 2021 yılındaki %70- %80 seviyelerinden 2022 yılında %60- %70 seviyelerine gerilemiştir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok. No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:02 6 636 44 44 - Fax:02 6 631 4200
Büyük Mükellefler V.D: 833 007 3508
Ticaret Sicil No:
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

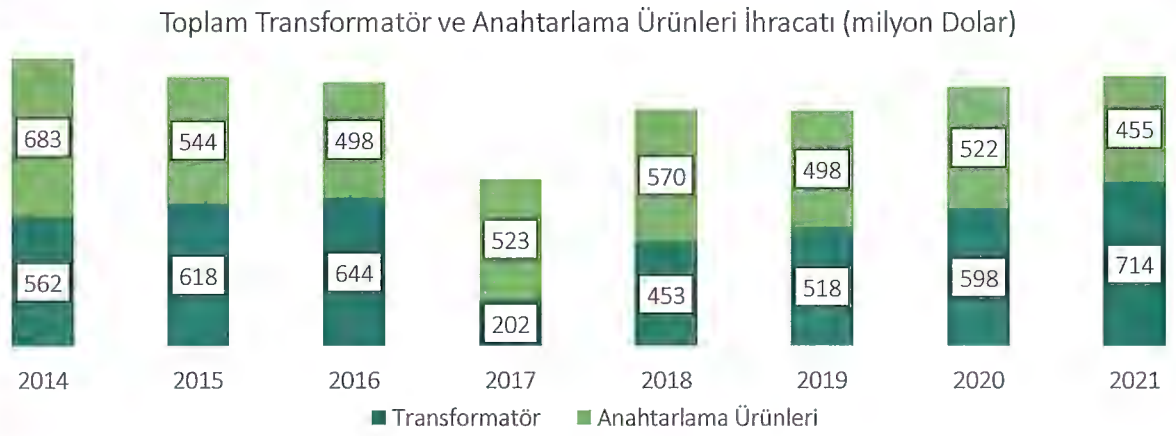
Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük 10 firmanın 2021 yılında Türkiye'deki üretimlerinden iç pazar ve ihracat pazarlarına satışları toplamına göre pazar payları yaklaşık olarak aşağıda yer almaktadır. ASTOR üretimdeki payı itibarıyla Türkiye pazarında 3. sırada yer almaktadır.



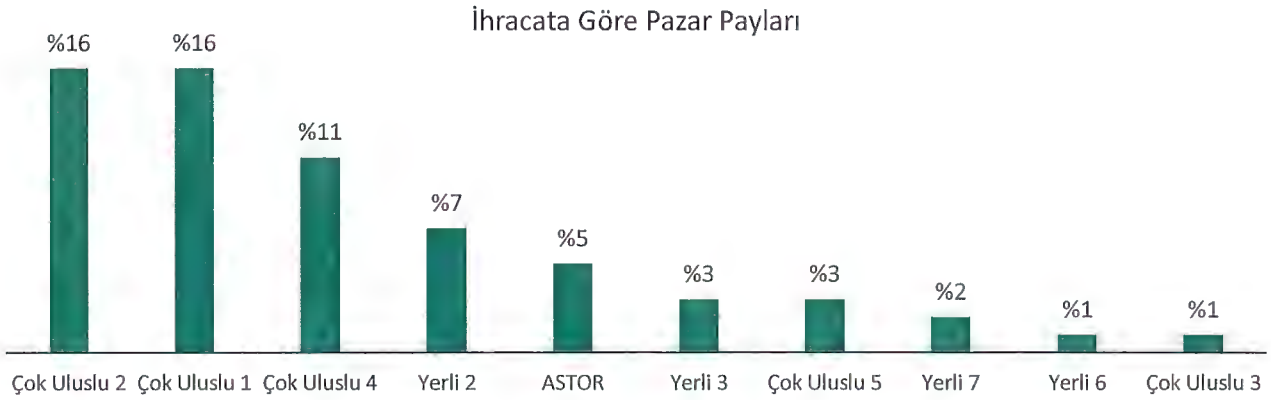
Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

<u>İhracatın Büyüklüğü ve Türkiye'deki Şirketlerin Yapılan İhracattaki Pazar Payları</u>

Türkiye'nin transformatör ve anahtarlama ürünleri ihracatı yıllık 1,1- 1,2 milyar Dolar aralığında istikrarlı seyretmiştir. Ancak, geçtiğimiz 3 yılda Türk şirketlerin, düşük iş gücü maliyetlerinden kaynaklanan rekabet avantajı sayesinde ihracatın yapısı anahtarlama ürünlerinden transformatörler tarafına kaymaktadır.



Türkiye'de faaliyet gösteren en büyük 10 firmanın ihracattaki pazar payları aşağıda yer almaktadır.



Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükçe Cad
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D. 883 007 3508
Ticaret Sicil No:378354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Türkiye'nin İç Pazar Tüketimine Göre Pazar Büyüklüğü Tahmini

Yerel Güç ve Dağıtım Transformatörleri ve Orta – Yüksek ölçek anahtarlama ürünleri pazarı, geçtiğimiz 2014 – 2021 yılları arasındaki dönemde %2,1 oranında bir YBBO ile büyümüştür. Ancak önümüzdeki 2021 – 2029 yılları arasındaki dönemde %2,7 oranında bir YBBO ile büyüyeceği tahmin edilmektedir. Bu artışın başlıca sebebi önümüzdeki dönemde artması beklenen ikame yatırımlarıdır.

Üretim kapasitesinin tam olarak devreye alınmasının zamanlaması, tahminde yıllık farklılıklar yaratmaktadır. Ancak uygulamada, şebekenin farklı noktalarındaki transformatör ve anahtarlama ürünleri devreye alım öncesi ve bazı durumlarda da sonrasında satın alınmaktadır. Örneğin, üretim yükseltici transformatörler işletmeye almadan önce satın alınırken, organize sanayi bölgelerinde olduğu gibi uç nokta transformatörleri genellikle işletmeye alındıktan sonra talep edilmektedir. Buna göre, gerçek talep, hesaplanan talebe kıyasla yıllar içinde daha düzenli olacaktır.

Türkiye Transformatör ve Anahtarlama Ürünleri Pazarı Görünümü (milyon Dolar)

Kaynak: BKP Sektör Raporu 2022

3.3 Astor'un Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Avantajları

- Şirket, üretim faaliyetleri kapsamında güç transformatörleri, dağıtım transformatörleri ve orta gerilim anahtarlama ürünleri üretimini kendi imkanlarıyla uçtan uca imal edebilmekte ve sahip olduğu uluslararası kabul görmüş akredite test laboratuvarlarında gerçekleştirdiği testlerle satışa hazır hale getirmektedir. Üretim kabiliyetleri kapsamında Şirket, yarı mamulleri de kendi imkanları ile imal ederek ürünlerini müşterilerine zamanında sunabilmektedir.
- Şirket, önemli yatırım harcamalarını büyük ölçüde tamamlamış olup, fiyat tespit raporunun 2.2 no.lu bölümünde yer verildiği üzere kapasite kullanım oranları her bir ürün grubu için yeni satış pazarlarına satış yapmaya uygun durumdadır.
- Şirket, işletme sermayesi açısından düşük finansal borçluluk sayesinde sağlıklı ve güçlü bir bilançoya sahiptir.
- 2016 yılından itibaren faaliyet gösteren ve 30.09.2022 tarihi itibarıyla 118 personeli bulunan Ar-Ge merkezi çalışmaları ile ürünlerin iyileştirilmesi, yeni ürünlerin üretim gamına katılması, ürünlerin müşteri istekleri yönünde geliştirilmesi ve üretim verimlilikleri sayesinde Şirket, müşterilerinin taleplerini her geçen yıl daha fazla karşılayabilir hale gelmektedir.
- Şirket, 2021 yılı İSO-500 verilerine göre 147. sırada ve transformatör ile anahtarlama ürünleri üretimi faaliyetleri gösteren şirketler arasında ilk sırada yer almakta olup, iç pazar müşterileri nezdinde kendini kanıtlamıştır. Bu doğrultuda ilave büyümeyi ihracat pazarlarından sağlama hedefindedir.
- Özellikle güç transformatörleri, yüksek gerilim ve orta gerilim anahtarlama ürünlerinde Şirket'in yakın ihracat pazarlarında maliyet ve teslimat hızı gibi avantajları bulunmaktadır. Az gelişmiş veya gelişmekte olan ülkelerde büyük küresel oyuncular, finansal ve diğer riskler nedeniyle satış yapmaktan kaçınmaktadır,

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 681 [illegible]0
Büyük Mükellefler V.D:83[illegible] 0[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

dolayısıyla Şirket bu pazarlarda büyümeyi sürdürmeyi hedeflemektedir.

- Mevcut durumda 6,6 MW kurulu gücünde işletmede olan çatı GES sayesinde yeşil enerjiye dayalı üretim, hem düşük enerji maliyeti hem de çevreci bir şirket kimliği sağlamaktadır. Ayrıca karbon nötr sertifikası alabilmek ve elektrik satışı yapmak amacıyla, Elektrik Piyasasında Lisanssız Elektrik Üretimine İlişkin Yönetmelik madde 5/1-h kapsamında 2023 yılında yapılması planlanan 13,95 MWe arazi üzeri GES yatırımı ile ciro ve karlılığa olumlu katkı sağlanması planlanmaktadır.

3.4 Astor'un Faaliyet Gösterdiği Sektör ve Pazarlardaki Dezavantajları

- Hammadde tedarikinde dışa bağımlılık ve lojistik nedenlerle Şirket'in üretimi aksatmayacak yeterli miktarda stok tutması gerekmektedir. Ayrıca, bazı ihracat pazarlarında tahsilat sürelerinin nispeten uzun olması Şirket'in işletme sermayesi ihtiyacını artırmaktadır.
- Şirket'in uzak coğrafyalara navlun maliyetinin yüksek olması nedeniyle, rakiplerine göre satış dezavantajı bulunmaktadır.
- Şirket satışlarının ağırlıklı olarak iç pazarda gerçekleştirilmesi, gelirlerin TL ve maliyetlerin ağırlıklı olarak yabancı para cinsinden olması beraberinde kur riskini getirmektedir.
- İhracat pazarlarında büyüme için satış kadrosu ve ülke satış ofis ağının yeterli olmamasından dolayı Şirket dezavantajlı konumdadır.
- Şirket güç transformatörleri, yüksek gerilim kesici ve orta gerilim anahtarlama ürün gruplarında küresel oyuncuların güçlü olduğu bazı ihracat pazarlarında tecrübe ve yeterli referans kriterini sağlayamadığı durumlarda dezavantajlı durumda kalmaktadır.

4. Değerleme Çalışması

4.1. Değerleme Çalışmasına İlişkin Beyan

Şirket'in işbu Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan değerleme çalışmasının, SPK'nın Sermaye Piyasasında Değerleme Standartları Hakkında Tebliğ (III-62.1) ve Uluslararası Değerleme Standartları dikkate alınarak aşağıdaki etik ilkeler çerçevesinde hazırlandığını beyan ederiz.

Etik ilkeler:

- Yapılan değerleme çalışması sırasında dürüst ve doğru davranılmış ve çalışmalar Şirket ve Şirket hissedarlarına zarar vermeyecek bir biçimde yürütülmüştür.
- Değerleme işini alabilmek için bilerek yanlış, yanıltıcı ve abartılı beyanlarda bulunulmamış ve bu şekilde reklam yapılmamıştır.
- Bilerek aldatıcı, hatalı, önyargılı görüş ve analiz içeren bir rapor hazırlanmamış ve bildirilmemiştir.
- TEB Yatırım, önceden belirlenmiş fikirleri ve sonuçları içeren bir görevi kabul etmemiştir. Değerleme işi gizlilik içinde ve basiretli bir şekilde yürütülmüştür.
- TEB Yatırım, müşterinin talimatlarını yerine getirmek için zamanında ve verimli şekilde hareket etmiştir.
- Görev, bağımsızlık ve objektiflik içinde kişisel çıkarları gözetmeksizin yerine getirilmiştir.
- Değerleme ücreti, raporun herhangi bir yönüne bağlı değildir.
- Görevle ilgili ücretler, değerlemenin önceden belirlenmiş sonuçlarına yahut değerleme raporunda yer alan diğer bağımsız, objektif tavsiyelere bağlı değildir.
- Raporda kullanılan bilgiler talebimiz üzerine Şirket tarafından sağlanmış bilgilerden oluşmaktadır.

TEB Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerin doğru ve güvenilir olduğunu beyan etmektedir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 007 3508
Ticaret Sicil No:3[illegible]354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

4.2. Değerlemeye İlişkin Veri Kaynakları, Genel Varsayımlar ve Sınırlayıcı Şartlar

Veri Kaynakları

Değerleme çalışmamızda 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 muvaffakatnamesi 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.

Genel Varsayımlar

Değerleme çalışmasında, Şirket'in mevcut yapısı ve potansiyeli, sektörel beklentiler, makroekonomik tahminler de dikkate alınmıştır. Bununla birlikte, genel varsayımlar aşağıdaki gibi sıralanmıştır:

- Şirket'in faaliyetlerini ciddi anlamda etkileyecek İzahname'de yer alan risklerin Şirket'in geçmişinde tekrarlanan türde olmaması nedeniyle projeksiyon döneminde de Şirket'in sürdürülebilirliğini etkilemeyeceği,
- Şirket'in yönetimi ve kilit personel kadrosunda faaliyetlere etki edebilecek bir değişikliğin olmayacağı,
- Türkiye ve Şirket'in faaliyetlerini etkileyebilecek diğer ülke ekonomilerinde ciddi dalgalanmaların yaşanmayacağı.

Sınırlayıcı Şartlar

TEB Yatırım, değerleme çalışması kapsamında Şirket'in aktiflerinin fiziki mevcudiyeti ve kanuni mülkiyetine ilişkin herhangi bir araştırma yapmadığı gibi bu konularda herhangi bir sorumluluğu bulunmamaktadır.

TEB Yatırım, değerleme çalışmasındaki analizlerine esas verilerinin doğru ve güvenilir olduğunu özen ve dikkatle sorgulamakta ve araştırmaktadır. Bilgi ve belgeler makul ölçüde değerlendirildiğinde bariz şekilde gerçeğe aykırı olduğuna ilişkin bir şüpheye ulaşılmamıştır; bununla birlikte, TEB Yatırım tarafına sunulan bilgi ve belgelerin doğru ve eksiksiz olduğu konusunda makul dikkat ve özeni göstermiş ve bunun sonucunda sunulan bilgi ve belgelerin doğru olduğunu, ticari ve hukuki olarak gizli ve beklenmedik herhangi bir durum veya engeli olmadığını varsaymış, bu çerçevede bilgi ve belgelerin doğruluğunu ayrıca denetlememiştir.

Kullanılan geçmiş yıllara ait finansal bilgiler (özel bağımsız denetimden geçmiş finansal tablolar ve dipnotları) Şirket yönetiminin ve bağımsız denetim firmasının görüşünden geçmiş olup güvenilir bir kaynak olduğu varsayılmıştır.

Ayrıca, Şirket tarafından sağlanan veya TEB Yatırım tarafından geçmiş yılların finansal performansına ilişkin Şirket yönetimi ile görüşülerek yapılan analizler neticesindeki tüm tahminler (projeksiyon verileri) TEB Yatırım değerleme ekibinin sorgusundan geçmiştir. Bu sorgulama neticesinde en iyi gayret ile oluşturulan tahmin ve projeksiyonların makul olduğu değerlendirilmekle birlikte tam olarak doğruluğu veya kesinliğini tespit etmek mümkün değildir. Şirket'in rekabet ettiği spesifik pazar ve ürüne ilişkin istatistiki veri içeren BKP 2022 Sektör Raporu analizleri dışında bağımsız bir kuruluş tarafından gerçekleştirilmiş bir "ticari inceleme raporu" bulunmamaktadır.

Dolayısıyla, verilen tahminleri BKP 2022 Sektör Raporu dışında bağımsız bir rapor ile kıyaslamak mümkün değildir. TEB Yatırım olarak, Şirket'in geçmiş finansal performansı da dikkate alınarak projeksiyonlarda kullanılan varsayımlar mümkün olduğunca ihtiyatlı bir bakış açısıyla değerlendirilmiştir.

Yatırımcıların nihai yatırım kararlarını vermeden önce mutlaka SPK tarafından onaylanan İzahname'nin okunması ve özellikle 5 no.lu Risk Faktörleri bölümüne dikkate edilmesi tavsiye edilmektedir.

4.3. Değerleme Proje Ekibi

Proje Ekibi: Konusunda uzman çalışma ekibi, Sn. Arda Alataş tarafından yönetilmiştir. Ekip lideri, SPK mevzuatları uyarınca hazırlanan bu raporu hazırlayabilmek için gerekli kalite, ehliyet ve 16 yıllık tecrübeye sahiptir.

Arda Alataş, TEB Yatırım Kurumsal Finansman ve Aracılık Hizmetleri Direktörü, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman ekiplerindeki 16 yıllık deneyiminde, yerli ve yabancı çok sayıda şirketin birleşme ve devralma

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:021[illegible]
Büyük Mükellefler V.D:83[illegible]3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

projelerinde finansal danışmanlık hizmeti vermiş olup, EÜAŞ santrallerinin özelleştirilmesi projesinde toplamda 8,7 milyar ABD doları ve 6,2 milyar TL değerinde 25 ihalenin sağlıklı bir şekilde sonuçlanmasında Özelleştirme İdaresi Başkanlığı'na finansal ve stratejik danışmanlık hizmeti vermiştir. Bununla birlikte, çeşitli sermaye piyasaları işlemlerinde aktif rol almış olan Arda Alataş, yakın zamanda 5 halka arzın başarıyla tamamlanmasında görev almıştır. Arda Alataş, İstanbul Teknik Üniversitesi'nde Metalurji Mühendisliği Lisans ve Koç Üniversitesi'nde İşletme Yüksek Lisans mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.23736)

Berkay Kaan Kantaş, TEB Yatırım Kurumsal Finansman ve Aracılık Hizmetleri Yöneticisi, aracı kurumların ve bankaların kurumsal finansman, finansal raporlama bölümlerinde ve reel sektörde finansal analist olarak toplamda 5 yıllık deneyiminde yerli ve yabancı çeşitli şirket birleşme ve devralma projelerinde finansal danışmanlık vermiş ve halka arz projesinde çalışmıştır. Berkay Kaan Kantaş, Özyeğin Üniversitesi Endüstri Mühendisliği Bölümü mezunudur. (SPL Düzey 3 lisans, sicil no.303509)

5. Değerleme Analizi

5.1 Değerlemede Kullanılan Yöntemler

Şirket'in halka arz edilecek pay başına değerinin tespitinde aşağıdaki iki temel yöntem kullanılmıştır.

1. **Pazar Yaklaşımı:** Çarpan Analizi
2. **Gelir Yaklaşımı:** İNA Analizi

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

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

Bu kapsamda, sektörün ve Şirket'in spesifik özelliklerine uygun olarak seçilen ve uluslararası kabul görmüş olan bu iki yöntemin Şirket'in değerinin belirlenmesinde uygun olduğu kanaatindeyiz.

5.2 Çarpan Analizi

Piyasa çarpanları metodu değerlenecek 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 değerleme 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.

FD/FAVÖK yöntemi, uluslararası kabul görmüş olması, ulusal / uluslararası piyasalarda değerleme 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 performansını 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.

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

- Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla kısa vadeli finansal borçlar, türev araçlar ve uzun vadeli finansal borçlardan nakit ve nakit benzerleri ile kısa vadeli finansal varlıklar çıkarıldığında net finansal borcu 923.865.756 TL olarak hesaplanmıştır.
- Şirket'in 30.09.2022 itibarıyla son 12 aylık dönemdeki için düzeltilmiş FAVÖK'ü 1.567.080.794 TL olarak hesaplanmıştır. Düzeltilmiş FAVÖK, Brüt Kar – Faaliyet Giderleri – Araştırma ve Geliştirme Personeli Giderleri + Amortisman olarak hesaplanmıştır. Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler ve Giderlerin önemli bir kısmı kambiyo gelirlerinden oluşmakta olup, kambiyo gelirleri her ne kadar faaliyetlerle ilişkili bir gelir olsa da bir önceki döneme ait ticari alacakların bir sonraki dönemde tahsil ediliyor olması kaynaklı oluşan kur farklarıdır dolayısıyla ilgili döneme ait safi operasyonel karlılığı yansıtmadığı değerlendirilmektedir. Net kambiyo gelirleri haricindeki diğer esas faaliyetlerden gelir/gider kalemlerinin süreklilik arz eden operasyonel gelir/giderler olmadığı değerlendirilmiş olup, FAVÖK hesaplamasına dahil edilmemiştir. Son 12 ay hesaplaması ise 30.09.2022 FAVÖK değeri + 31.12.2021 FAVÖK değeri – 30.09.2021 FAVÖK değeri olarak yapılmıştır.

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

5.2.1 Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Değerleri

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.

(milyon Yerel Para Birimi)									
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	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
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**

Kaynak: Bloomberg Terminali (18.11.2022)

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükçağ
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:021 6 44 00
Büyük Mükellefler V.D:837 007 3508
Ticaret Sicil No:358754
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Hisse Kodu	Şirket Adı	Faaliyet konusu
SU FP Equity	Schneider Electric SE	Schneider Electric SE, elektrikli güç ürünleri üretmektedir. Şirket, araç şarj cihazları, ev güvenlik ürünleri, ışık anahtarları, erişim kontrolü, sensörler, valfler, devre kesiciler, kablolar, aksesuarlar, sinyal cihazları, sigorta, motor yol vericiler ve gerilim transformatörleri sunmaktadır. Schneider Electric dünya çapındaki müşterilerine hizmet vermektedir.
SIE GR Equity	Siemens AG	Siemens AG bir mühendislik ve üretim şirketidir. Şirket, elektrifikasyon, otomasyon ve dijitalleşme alanlarına odaklanmaktadır. Siemens ayrıca otomasyon ve kontrol, güç, ulaşım ve tıbbi teşhis alanlarında mühendislik çözümleri sunar.
ABBN SW Equity	ABB Ltd	ABB Limited, güç ve otomasyon teknolojileri sağlamaktadır. Şirket, güç ürünleri, güç sistemleri, otomasyon ürünleri, proses otomasyonu ve robotik segmentlerinde faaliyet göstermektedir.
ETN US Equity	Eaton Corp PLC	Eaton Corporation PLC, endüstriyel, araç, inşaat, ticari ve havacılık pazarları için tasarlanmış ürünler üretmektedir. Şirket, hidrolik ürünler ve sıvı konektörleri, elektrik güç dağıtım ve kontrol ekipmanları, kamyon aktarma organları sistemleri, motor bileşenleri ve çok çeşitli kontroller sunmaktadır. Eaton dünya çapında faaliyet göstermektedir.
GE US Equity	General Electric Co	General Electric Company, küresel olarak çeşitlendirilmiş bir teknoloji ve finansal hizmetler şirketidir. Şirketin ürünleri arasında uçak motorları, elektrik üretimi, su işleme ve ev aletleri, tıbbi görüntüleme cihazları gibi endüstriyel ürünler bulunmaktadır. Şirket, iş ve tüketici finansmanı hizmetleri de sunmaktadır.
HPS/A CN Equity	Hammond Power Solutions, Inc. (Canada)	Hammond Power Solutions Inc., bir dizi standart ve özel kuru transformatör üretmektedir. Şirket ayrıca yağlı dağıtım transformatörleri ile elektrik piyasasına da hizmet vermektedir. Hammond Power, orijinal ekipman üreticilerine ve sermaye projelerine olduğu kadar bakım, onarım ve revizyon pazarına da hizmet vermektedir.
1503 TT Equity	Shihlin Electric & Engineering Corporation (Taiwan)	Shihlin Electric & Engineering Corporation, ağır elektrikli ekipman, elektrikli otomotiv ekipmanı, devre kesiciler, anahtarlama ürünleri ve fabrika otomasyon ekipmanı üretmekte ve pazarlamaktadır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (18.11.2022)

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**

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Bloomberg Terminali (18.11.2022)

5.2.2 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.

Buna göre, yurt içi benzer şirketler (elektrik ekipman üretim/hizmet) nihai çarpan analizi hesaplamasında dikkate alınmamıştır.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükçamlıca Sokullu Sok.No:7 P.K.34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 44
Büyük Mükellefler V.D:833 003 3568
Ticaret Sicil No:358304
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

(milyon TL)					
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	~~123,0x~~
GESAN	Girişim Elektrik	23.817	24.376	941	~~25,9x~~
MANAS	Manas Enerji	1.092	1.156	25	~~45,7x~~
GEREL	Gersan Elektrik	570	722	67	10,8x
SMRTG	Smart Güneş	35.129	35.404	200	~~176,7x~~
SAYAS	Say Yenilenebilir	2.129	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 Uretim	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	~~55,2x~~
Ortalama					**88,8x**
Medyan					**25,9x**
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)					**12,5x**
Medyan (aykırı değerler elenmiş)					**11,6x**

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

5.2.3 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 BİST-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.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K.34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 Fax:0216 636 44 99
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358356
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

(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	~~70,1x~~
IHEVA	İhlas Ev Aletleri	778	793	93	8,5x
IMASM	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	Katmerciler	1.579	2.335	220	10,6x
KLMSN	Klimasan Klima	1.620	3.176	409	7,8x
MAKIM	Makim Makine	1.471	1.448	85	17,0x
MAKTK	Makina Takım Endüstirsi	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
Ortalama					**35,6x**
Medyan					**15,2x**
Ortalama (aykırı değerler elenmiş)					**13,1x**
Medyan (aykırı değerler elenmiş)					**10,8x**

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K.34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

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

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**

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

5.2.4 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 yanlızca 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.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Sarıay Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible]007 3508
Ticaret Sicil No:3[illegible]354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

(milyon TL)					
Hisse Kodu	Şirket Adı	Piyasa Değeri (PD)	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 Akrilik	25.512	27.210	3.839	7,1x
ALKIM	Alkim	5.640	5.381	711	7,6x
ANGEN	Anatolia Tanı Ve Biyoteknoloji	3.612	3.211	262	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	Bilici 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	14,9x
BTCIM	Batıçim	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
CEMTS	Çemtaş Çelik Makina	4.671	4.606	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
EGSER	Ege 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	~~45,7x~~
EREGL	Ereğli Demir Ve Çelik	129.150	145.141	35.559	4,1x
EUREN	Europen Endüstri İnşaat	10.768	10.464	369	~~28,4x~~
FROTO	Ford Otomotiv	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	12,9x
HEKTS	Hektaş	105.096	111.136	1.606	~~69,2x~~
IPEKE	İpek	7.809	-2.463	3.179	~~a.d.~~
ISDMR	İskenderun Demir Ve Çelik	84.332	90.989	16.194	5,6x
ISSEN	İşbir Sentetik	10.362	10.932	424	~~25,8x~~
JANTS	Jantsa Jant	12.637	12.992	590	22,0x
KARSN	Karsan	11.511	14.146	445	~~31,8x~~
KARTN	Kartonsan	6.525	5.986	902	6,6x
KCAER	Kocaer Çelik	12.586	13.582	1.471	9,2x
KERVT	Kerevitaş	7.176	9.325	1.850	5,0x
KLKIM	Kalekim	4.589	4.317	348	12,4x
KMPUR	Kimteks	14.902	15.609	533	~~29,3x~~
KONKA	Konya Kağıt	7.534	7.342	702	10,5x
KONYA	Konya Çimento	12.892	13.317	238	~~56,0x~~
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	8.565	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	9.408	674	14,0x
NUHCM	Nuh Çimento	13.166	13.753	1.443	9,5x
OTKAR	Otokar	18.547	23.009	1.009	22,8x
OYAKC	Oyak Çimento	19.658	19.363	2.414	8,0x
PARSN	Parsan Makine	4.897	6.695	500	13,4x
PETKM	Petkim	38.016	52.147	5.230	10,0x
PRKAB	Türk Prysmian Kablo	6.814	6.643	296	22,4x
QUAGR	Qua Granite	13.320	14.387	1.099	13,1x
RUBNS	Rubenis	1.852	1.768	114	15,5x
SARKY	Sarkuysan	9.544	11.879	1.546	7,7x
SASA	Sasa Polyester	340.630	361.907	6.975	~~51,9x~~
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	Tümosan	7.849	7.825	582	13,5x
TOASO	Tofaş	62.450	61.640	9.724	6,3x
TRILC	Türk İlaç	1.809	2.100	65	~~32,2x~~
TTRAK	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 Eşya	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

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 651 44 00
Büyük Mükellefler V.D.836 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

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

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**

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

5.2.5 Çarpan Analizine Göre Değerleme Sonuçları

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 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
Yurtdışı 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**

Not: Çarpan rakamlarının küsuratı bulunmaktadır ve gösterimsel olarak virgülden sonra birinci basamağa yuvarlanmıştır.

Kaynak: Rasyonet (18.11.2022)

5.3 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizi

5.3.1 Varsayımlar

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

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçük Çad.
Sokullu Sok No:7 P.K.34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 007 3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

İNA metodunda 10 yıllık gelir tablosu ve bilanço kalemleri Şirket yönetiminin 2022 yılı beklentisi (2022b) ve 2023-2031 yıları 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 aşağıdaki tabloda paylaşılan TEB Yatırım Ekonomik Araştırmalar verilerine dayanmaktadır. ABD ve Avrupa bölge enflasyon tahmininde, IMF verileri dikkate alınmıştır.

TEB EKONOMİK ARAŞTIRMALAR	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
USD/TL Ortalama	16,56	21,83	25,52	29,92	34,88	38,97	42,20	44,66	46,61	48,42
USD/TL Yılsonu	18,90	23,41	27,42	32,16	37,60	40,34	44,06	45,26	47,96	48,88
TR TÜFE Ortalama	72,6%	48,0%	37,6%	27,7%	18,9%	14,0%	10,5%	8,0%	6,5%	6,0%
TR TÜFE Yılsonu	67,0%	45,9%	31,6%	21,9%	16,0%	12,0%	9,0%	7,0%	6,0%	6,0%
DIŞ KAYNAKLAR	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**	**2029**	**2030**	**2031**
ABD TÜFE	8,1%	3,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Euro TÜFE	8,3%	5,7%	2,7%	2,2%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%

Kaynak: TEB Ekonomik Araştırmalar, IMF, TEB Yatırım

5.3.2 Gelir Tablosu Projeksiyonu

Satışların Projeksiyonu

Şirket'in satış projeksiyonlarında 2022 yılı için Kasım 2022 itibarıyla yılsonu beklentisi dikkate alınmıştır. 2023 yılı için ise 2022 yılı Kasım ayı itibarıyla yurt içi ve ihracat pazarları için alınan siparişlerin 2023 ilk 6 ayı içerisinde teslimi ve faturalarının kesilmesi beklenen işler bazında hesaplama yapılmış, Şirket'in geçmiş 3 yılda yıllık hasılatının %45'inin ilk yarıda yapıldığı dikkate alınarak 2023 yılı hasılatı tahmin edilmiştir. 2024-2031 için Şirket yönetiminin tahminleri doğrultusunda piyasanın büyüme dinamikleri ile uyumlu olacak şekilde, ABD$ cinsinden satış fiyatı sabit tutularak satış hacmi büyümesine göre yapılmıştır. ABD$ cinsinden projeksiyon dönemi boyunca hesaplanan hasılat ilgili yıllara ait ortalama ABD$/TL kurundan TL'ye çevrilmiştir. Hacim büyümesinin yıldan yıla artışının kapasite kullanımına etkisi gözetilerek ilave kapasite artışı yatırımları yatırım harcamalarında dikkate alınmıştır. Şirket'in tüm projeksiyon dönemi boyunca kapasite artışı için yeterli fiziksel alanı olduğu gözlemlenmiş ve mülakatlarda teyit edilmiştir. Net satışları yurt içi pazardaki artış oranına göre ihracat pazarlarındaki artışı daha yüksek olacağı öngörülmektedir. Bu durum, Ekim 2022 sonu itibarıyla 2023 ilk yarısına kadar tamamlanması beklenen işlere bakılarak teyit edilmiştir.

Hasılatın projeksiyonu aşağıda gösterildiği üzere ürün grupları ve müşteri grupları bazında Şirket yönetiminin sağladığı bilgiler ışığında oluşturulmuştur. Şirket'in, ABD$ cinsinden 2022-2031 arası yıllık bileşik büyüme oranı toplam satışlar için %6,1, yurt içi satışlar için %5,5, yurt dışı satışlar için ise %8,2 olarak hesaplanmakta olup, sektör araştırmasında (BKP 2022 Sektör Raporu) belirtilen tahminler ile uyumlu olduğu değerlendirilmektedir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükbakkalköy Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İstanbul
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 661 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com

milyon TL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Yurtiçi satışlar	**5.134**	**7.476**	**9.257**	**11.492**	**14.189**	**16.613**	**18.853**	**20.911**	**22.697**	**24.284**
Dağıtım Transformatörü	1.884	2.726	3.376	4.191	5.174	6.058	6.875	7.626	8.277	8.856
Güç Transformatörü	1.714	2.515	3.114	3.865	4.773	5.588	6.341	7.033	7.634	8.168
OG Anahtarlama Ürünleri	962	1.410	1.746	2.168	2.676	3.133	3.556	3.944	4.281	4.580
YG Anahtarlama Ürünleri	137	196	243	302	373	437	495	549	596	638
Ticari satışlar	437	629	778	966	1.193	1.397	1.585	1.758	1.909	2.042
Kamu - TEİAŞ satışlar (Direkt)	**723**	**1.063**	**1.316**	**1.634**	**2.018**	**2.362**	**2.681**	**2.973**	**3.227**	**3.453**
Dağıtım Transformatörü	2	2	3	3	4	5	6	6	7	7
Güç Transformatörü	645	950	1.176	1.460	1.802	2.110	2.394	2.656	2.883	3.084
Ticari satışlar	76	111	138	171	211	247	281	311	338	362
Kamu - TEİAŞ satışlar (Müteahhit)	**700**	**1.032**	**1.278**	**1.587**	**1.960**	**2.294**	**2.604**	**2.888**	**3.134**	**3.354**
Dağıtım Transformatörü	57	83	103	128	157	184	209	232	252	269
Güç Transformatörü	411	611	757	939	1.160	1.358	1.541	1.709	1.856	1.985
OG Anahtarlama Ürünleri	132	194	241	299	369	432	490	543	590	631
YG Anahtarlama Ürünleri	78	114	141	174	215	252	286	317	345	369
Ticari satışlar	22	31	38	47	58	68	77	85	93	99
Elekt. Dağ. Şirketleri	**615**	**897**	**1.111**	**1.379**	**1.703**	**1.994**	**2.262**	**2.509**	**2.724**	**2.914**
Dağıtım Transformatörü	387	568	703	872	1.077	1.261	1.431	1.587	1.723	1.843
Güç Transformatörü	18	26	32	40	50	58	66	73	80	85
OG Anahtarlama Ürünleri	188	273	338	419	518	606	688	763	828	886
Ticari satışlar	22	31	38	47	58	68	77	85	93	99
Bayi	**1.116**	**1.609**	**1.992**	**2.473**	**3.053**	**3.575**	**4.057**	**4.500**	**4.884**	**5.225**
Dağıtım Transformatörü	558	797	986	1.225	1.512	1.770	2.009	2.228	2.419	2.588
Güç Transformatörü	20	28	35	44	54	63	72	79	86	92
OG Anahtarlama Ürünleri	475	698	865	1.074	1.326	1.552	1.761	1.954	2.121	2.269
Ticari satışlar	63	85	105	131	162	189	215	238	258	277
Endüstriyel şirketler	**1.980**	**2.875**	**3.559**	**4.419**	**5.456**	**6.388**	**7.249**	**8.041**	**8.727**	**9.338**
Dağıtım Transformatörü	879	1.277	1.581	1.963	2.424	2.837	3.220	3.572	3.877	4.148
Güç Transformatörü	620	899	1.114	1.382	1.707	1.998	2.268	2.515	2.730	2.921
OG Anahtarlama Ürünleri	167	244	303	376	464	543	616	684	742	794
YG Anahtarlama Ürünleri	60	83	103	128	157	184	209	232	252	269
Ticari satışlar	254	371	459	570	704	825	936	1.038	1.127	1.205
Yurtdışı satışlar	**1.497**	**2.210**	**2.842**	**3.665**	**4.701**	**5.724**	**6.694**	**7.581**	**8.308**	**8.889**
Dağıtım Transformatörü	538	795	1.022	1.318	1.690	2.058	2.407	2.726	2.987	3.196
Güç Transformatörü	795	1.173	1.509	1.946	2.496	3.039	3.555	4.025	4.411	4.720
OG Anahtarlama Ürünleri	60	88	113	146	187	228	267	302	331	354
Ticari satışlar	104	154	198	255	328	399	467	528	579	619
Toplam Satışlar	**6.631**	**9.686**	**12.099**	**15.157**	**18.890**	**22.337**	**25.547**	**28.492**	**31.005**	**33.173**

Satışların Maliyeti Projeksiyonu

Şirket'in brüt kar marjı ürün grupları bazında hesaplanarak ilgili ürün gruplarındaki satış hasılatı ile çarpılarak brüt kar elde edilmiştir. Şirket'in ürün gruplarının yıldan yıla toplam satışlar içerisinde değişkenlik göstermesi brüt kar marjını etkilemektedir.

Şirket'in brüt kar marjı "amortisman hariç" 2021'de %29,5 olup, 2022 yılı sonunda %29,6'ya ve kapasite artışları, verimlilik ve arazi üstü güneş enerjisi santrali yatırımlarıyla 2031'e kadar %31,2'ye ulaşacağı öngörülmüştür. Bu iyileşmedeki en büyük pay Şirket'in Ankara ili Bala ilçesinde sahibi olduğu gayrimenkuller üzerinde 13,95 MWe gücünde arazi üzeri güneş enerjisi santrali yatırımı kaynaklı olup, Şirket 13 milyon ABD$ mertebesindeki yatırımdan 2024 yılından itibaren yıllık 3,5 milyon ABD$ mertebesinde maliyette iyileşme beklemektedir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükyalı Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D. 263 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

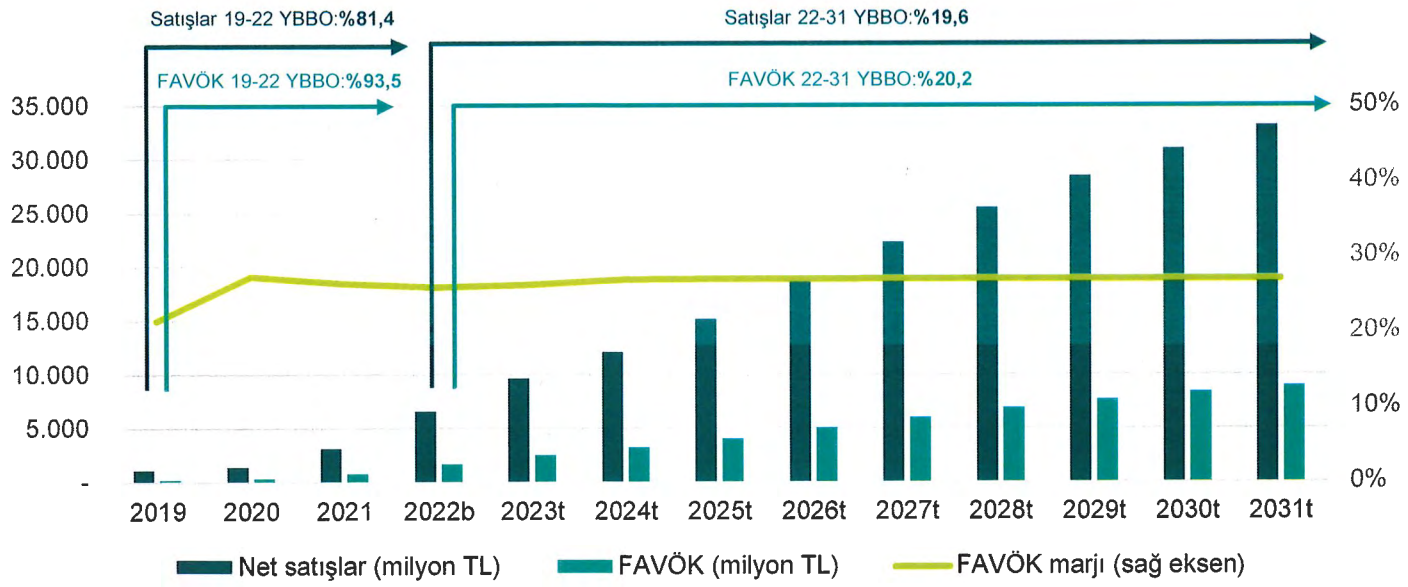
Faaliyet Giderleri Projeksiyonu

Şirket'in faaliyet giderlerindeki Ar-Ge giderleri TFRS/TMS'ye göre aktifleştirilen Ar-Ge maliyetlerinin itfa giderlerinden oluşmaktadır. Ar-Ge harcamaları Ar-Ge personeli dahil aktifleştirilmektedir. Ancak, çalışmamızda Ar-Ge personeli aktifleştirilmeden gider olarak korunmuş olup projeksiyon dönemi boyunca 2019-2021 yıllarındaki Ar-Ge personel giderlerinin toplam satışlara oranının ortalaması dikkate alınmıştır. Diğer faaliyet giderleri hesaplarının satışlara oranı geçmiş yıllar ile uyumlu olacak şekilde hesaplanmış olup, Ar-Ge personel giderlerinin etkisiyle Şirket'in "amortisman ve itfa hariç" düzeltilmiş faaliyet giderlerinin satışlara oranı 2021 yılında %3,0 iken 2022'de %3,6'ya 2031'de ise %4,1'e yükseleceği varsayılmıştır.

Gelir Tablosu Projeksiyonu Sonuçları

milyon TL	2019	2020	2021	2022b	2023t	2024t	2025t	2026t	2027t	2028t	2029t	2030t	2031t
Net Satışlar	**1.111**	**1.449**	**3.154**	**6.631**	**9.686**	**12.099**	**15.157**	**18.890**	**22.337**	**25.547**	**28.492**	**31.005**	**33.173**
% Büyüme		*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
Brüt Kar (amortisman hariç)	**274**	**465**	**929**	**1.960**	**2.916**	**3.753**	**4.726**	**5.893**	**6.971**	**7.975**	**8.897**	**9.683**	**10.360**
Brüt Kar Marjı (amortisman hariç)	*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
Satışlara oranı (amortisman ve itfa hariç)	*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%*
FAVÖK	**237**	**396**	**833**	**1.720**	**2.546**	**3.266**	**4.101**	**5.114**	**6.050**	**6.922**	**7.722**	**8.405**	**8.992**
FAVÖK Marjı	*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. Aşağıda gelir tablosu gerçekleşme ve projeksiyonlarının grafiksel gösterimi yer almaktadır. 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.



TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah. Küçüksu Cad.
Sokağı Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

5.3.3 İşletme Sermayesi İhtiyacı

Net İşletme sermayesi, nakit dönüşüm süreleri ve işletme sermayesi ihtiyacı hesaplamalarına geçmiş üç yıl ve projeksiyon dönemini içerecek şekilde aşağıdaki tabloda belirtilmiştir.

milyon TL	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Ticari Alacaklar	495	430	1.386	2.543	3.715	4.641	5.814	7.245	8.568	9.799	10.928	11.892	12.724
Stoklar	186	345	552	1.280	1.855	2.287	2.858	3.561	4.210	4.814	5.369	5.842	6.250
Ticari Borçlar	442	282	466	1.024	1.484	1.829	2.286	2.849	3.368	3.851	4.295	4.673	5.000
Peşin ödenmiş giderler - Ertelenmiş gelirler	-58	-2	-36	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Diğer İşletme Sermayesi (net)	13	37	26	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Net İşletme Sermayesi	**195**	**527**	**1.461**	**2.799**	**4.086**	**5.098**	**6.385**	**7.958**	**9.409**	**10.762**	**12.002**	**13.061**	**13.974**
Satışlara oranı	*18%*	*36%*	*46%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*	*42%*
İşletme Sermayesi İhtiyacı		**332**	**934**	**1.338**	**1.287**	**1.012**	**1.287**	**1.572**	**1.452**	**1.352**	**1.240**	**1.058**	**913**
Tahsilat süresi (yılsonu, gün)	163	108	160	140	140	140	140	140	140	140	140	140	140
Stok tutma süresi (yılsonu, gün)	79	123	89	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Borç ödeme süresi (yılsonu, gün)	187	101	75	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
Nakit Dönüşüm Süresi (yılsonu, gün)	**54**	**131**	**174**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**	**160**

İşletme sermayesi ihtiyacı 10 yıllık projeksiyon dönemi için tahmin edilirken Şirket'in özel bağımsız denetimden geçmiş mali tablolarına göre ticari alacakların tahsilat süresi ([dönem sonu ticari alacaklar bakiyesi / dönem hasılatı] x 365 gün) ve stok tutma süresi ([dönem sonu stoklar bakiyesi / dönem satışların maliyeti] x 365 gün) toplamından ticari borçların ödeme sürelerinin ([dönem sonu ticari borçlar bakiyesi / dönem satışların maliyeti] x 365 gün) çıkarılması ile nakit dönüşüm süresi elde edilmiştir. Şirket son 3 yıllık dönemde nakit dönüşüm süresi 54 ila 174 gün arasında seyretmiş olup 30.09.2022 tarihi itibarıyla 162 gün olarak gerçekleşmiştir. Şirket'in son dönemde artan nakit çevrim süresini projeksiyon dönemi boyunca 160 gün seviyesinde devam ettireceği öngörülmüştür. Peşin ödenmiş giderlerden ertelenmiş gelirleri çıkardığımızda Şirket'in verilen ve alınan sipariş avanslarının dengede olduğu (sıfıra yakın) değerlendirilmiş olup, projeksiyon döneminde etkisi dikkate alınmamıştır. Finansal borçlar, türev araçlar, nakit ve nakit benzerleri ve finansal varlıklar dışında kalan diğer kısa vadeli varlıklardan diğer kısa vadeli yükümlülükleri çıkardığımızda kalan diğer net işletme sermayesi (peşin ödenmiş giderler ve ertelenmiş gelirler dahil) net satışlara oranı 2019, 2020 ve 2021 yılları için -%4,0,%2,4 ve -%0,3, ortalaması ise -%0,6 olarak hesaplanmaktadır. İhmal edilebilir seviyede olan söz konusu oran ihtiyatlı bakış açısıyla değerleme çalışmasına dahil edilmemiştir.

Netice olarak net işletme sermayesi değişimi projeksiyon dönemi boyunca hesaplanarak İNA analizine dahil edilmiştir.

5.3.4 Yatırım Harcamaları ve Amortisman

Şirket, projeksiyon dönemi boyunca öngördüğü satış hasılatı ve karlılıklara ulaşmak için 2022-2031 yıllarında üretim kapasitesi artışı ve yeni ürün hattı yatırımları (mevcut ürün gruplarının artan talebe göre kapasite artışları, orta güç transformatör test merkezi, orta gerilim ölçü trafoları üretim hattı v.b.), verimlilik artışı yatırımları (robotik dizim sistemleri, talaşlı imalat bölümü yatırımları v.b.), mevcut makine ve ekipmanının sürdürülebilirlik yatırımları (dönemsel bakım/onarım yatırımları, v.b.), arazi üstü güneş enerjisi santrali yatırımı (2023 yılı içerisinde tamamlanması öngörülüyor) yapması gerekmektedir. Kapasite artırım yatırımları, projeksiyon dönemi boyunca artan satış hacmine bağlı olarak ve kapasite kullanımı gözetilerek diğer tüm yatırım harcamalarıyla birlikte Şirket yönetimi tarafından ABD$ cinsinden tahmin edilmiş olup, ilgili yılın ortalama ABD$/TL tahmini ile TL'ye çevrilmiştir.

TFRS/TMS'ye göre Ar-Ge harcamaları Ar-Ge personeli dahil aktifleştirilmektedir. Ancak, faaliyet giderlerinin projeksiyonu kısmında açıklandığı üzere Ar-Ge personeli projeksiyon dönemi için giderleştirilmiştir. Aktifleştirilen Ar-Ge personeli hariç Ar-Ge yatırımlarının 2021 yılı hasılata oranının projeksiyon dönemi boyunca devam edeceği öngörülmüş olup hesaplamaya aşağıdaki tabloda yer verilmiştir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçük Ç.ad.
Sokullu Sok.No:1 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible]007 3502
Ticaret Sicil No:35[illegible]54
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com

milyon TL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Sürdürülebilirlik Yatırımları	66,2	87,3	102,1	119,7	139,5	155,9	168,8	178,6	186,4	193,7
Kapasite Artırımı ve Verimlilik Yatırımları	82,8	141,9	178,7	209,4	104,6	116,9	126,6	134,0	139,8	145,3
Arazi üzeri GES Yatırımı	-	283,8	-	-	-	-	-	-	-	-
Maddi Duran Varlık Yatırımları	**149,0**	**513,0**	**280,7**	**329,1**	**244,2**	**272,8**	**295,4**	**312,6**	**326,3**	**338,9**
Ar-Ge Yatırımları	90,9	132,8	165,9	207,8	259,0	306,3	350,3	390,7	425,1	454,8
Toplam Yatırım Harcamaları	**239,9**	**645,8**	**446,6**	**536,9**	**503,2**	**579,1**	**645,7**	**703,3**	**751,4**	**793,8**

Şirket'in maddi duran varlıklarının projeksiyon döneminde tükenecek yıllık amortismanlarına yeni yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 10 yıllık tükenmeye tabi yıllık amortismanları ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık amortisman giderleri hesaplanmıştır.

Şirket'in maddi olmayan duran varlıklarının (Ar-Ge yatırımları) projeksiyon döneminde tükenecek yıllık itfasına yeni Ar-Ge yatırım harcamalarının projeksiyon döneminde 5 yıllık tükenmeye tabi yıllık itfası ilave edilerek projeksiyon dönemi boyunca yıllık itfa giderleri hesaplanmıştır.

milyon TL	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Amotisman Giderleri	*55,4*	*102,2*	*125,8*	*154,2*	*174,1*	*196,9*	*221,9*	*248,7*	*276,8*	*306,2*
İtfa Giderleri	24,8	39,7	72,8	114,4	166,2	214,4	257,9	302,8	346,3	385,4
Toplam Amortisman ve İtfa	**80,2**	**141,8**	**198,6**	**268,6**	**340,3**	**411,2**	**479,8**	**551,5**	**623,1**	**691,6**

5.3.5 Net Finansal Borç

Şirket'in net finansal borcu 2.4.2 bölümünde de izah edildiği üzere, kısa ve uzun vadeli finansal yükümlülüklerden nakit ve nakit benzerleri ile finansal yatırımların çıkarılmasıyla hesaplanmıştır. 30.09.2022 itibarıyla Şirket'in net finansal borcu 923.865.756 TL'dir.

BORÇLULUK (TL)	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.09.2022
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
Toplam Finansal Yükümlülükler	**404.319.514**	**730.693.869**	**1.333.015.185**	**1.435.727.447**
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
Net finansal borç	**310.314.698**	**505.996.522**	**1.038.789.515**	**923.865.756**

5.3.6 Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti (AOSM)

Şirkete ait ilerleyen dönemler içerisinde oluşacağı tahmin edilen nakit akımlarının bugünkü değerinin tespiti için projeksiyon dönemi boyunca kullanılan AOSM değerleri ve ilgili açıklamalarına aşağıdaki tabloda verilmiştir.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Çad
Sokullu Sok No:7 PK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

	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%**

Kaynak: TEB Yatırım varsayımları, Bloomberg Terminali

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 üç 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 istatistiki olarak hesaplanmaktadır. Borsa endeksini oluşturan 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 istatistiki olarak hisseye özgü standart Beta hesabı yapılamayacağından, değerleme çalışmasında Beta 1 olarak kabul edilmiştir.
- 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) ihtiyatlı 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 kar ve vergi sonrası kar arasındaki 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.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 İK 34768 Ümraniye/İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

5.3.7 İndirgenmiş Nakit Akımları Analizine Göre Değerleme Sonucu

İNA yönteminin yapısı gereği söz konusu projeksiyonlar, Şirket'in öngörüleri 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) 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 değerleme 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, 5.3.6'da detayları verilen değişken AOSM'ler ile değerleme 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.

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 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%*
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 Karı	**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%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*	*20%*
Vergi Sonrası Faaliyet Karı	**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 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
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 Değerin Bugünkü Değeri										5.883.509.743
SNA'nın Bugünkü Değeri	**8.277.355.012**									
Uç Değer Büyümesi	*5,0%*									
Uç Değerin 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**									

5.4 Sonuç

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 artırımı 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.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358[illegible]
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

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**

Halka Arza İlişkin Bilgiler (TL)	
Özsermaye Değeri	**14.085.908.275**
Halka Arz Öncesi Çıkarılmış Sermaye	850.000.000
Pay Başına Değer	**16,57**
Halka Arz İskontosu	24,60%
Halka Arz İskontolu Özsermaye Değeri	10.620.774.839
Halka Arz Pay Başına Değeri *	**12,50**
Sermaye Artırım Oranı	17,41%
Sermaye Artırımı (nominal TL)	148.000.000
Sermaye Artırımı Büyüklüğü	1.850.000.000
Ortak Satışı (nominal TL)	27.000.000
Ortak Satışı Büyüklüğü	337.500.000
Ek Satış Oranı	20,00%
Ek Satış (nominal TL)	35.000.000
Ek Satış Büyüklüğü	437.500.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Hariç)	175.000.000
Halka Arz Edilecek Pay Adedi (Ek Satış Dahil)	210.000.000
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Hariç)	**2.187.500.000**
Halka Arz Büyüklüğü (Ek Satış Dahil)	**2.625.000.000**
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	12.475.000.000
Halka Arz Sonrası Çıkarılmış Sermaye	998.000.000
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Hariç)	17,54%
Halka Açıklık Oranı (Ek Satış Dahil)	21,04%

** Halka Arz Pay Başına Değer virgülden sonra ikinci basamağa yuvarlanmıştır.*

Ekler

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

Ek-3: Lisans Belgeleri

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçükyalı Ş.Ş.
Sokullu Sok.No:7 P.K 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 636 44 00
Büyük Mükellefler V.D:8[illegible] 3508
Ticaret Sicil No:35[illegible]54
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Ek-1: Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

SERMAYE PİYASASI KURULU

BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

22.11.2022

Fiyat Tespit Raporu Sorumluluk Beyanı

Kurul Karar Organı'nın 11.04.2019 tarih ve 21/500 sayılı kararı uyarınca Sermaye Piyasası Kurulu'nun 11.04.2019 tarih 2019/19 sayılı bülteninde ilan edilen duyuruya istinaden;

"Gayrimenkul Dışındaki Varlıkların Sermaye Piyasası Mevzuatı Kapsamındaki Değerlemelerinde Uyulacak Esaslar başlığının F maddesinin 9. maddesi" çerçevesinde verdiğimiz bu beyan ile Sermaye Piyasası Kurulu'nun kararında belirtilen niteliklere sahip olduğumuzu ve bağımsızlık ilkelerine uyduğumuzu, İzahname'nin bir parçası olan 22.11.2022 tarih ve 2022/01 sayılı Astor Enerji A.Ş. için hazırlanan Fiyat Tespit Raporu'nda yer alan bilgilerin, sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde, gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Saygılarımızla,

TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçük
Sokullu Sok No:7 P.K 34768 Ümraniye
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216
Büyük Mükellefler V.D:833
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com

Arda Alataş — Direktör

Kartal Çağlı — Genel Müdür Yardımcısı

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçük
Sokullu Sok No:7 P.K 34768 Ümraniye
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216
Büyük Mükellefler V.D:833
Ticaret Sicil No:358354
İnternet Adresi :www.tebyatirim.com

Ek-2: Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

SERMAYE PİYASASI KURULU

BAŞKANLIĞI'NA

Eskişehir Yolu 8. Km No:156

06530 Ankara

22.11.2022

Fiyat Tespit Raporu Hazırlanabileceğine İlişkin Beyan

VII-128.1 sayılı Pay Tebliği'nin 29. maddesinin üçüncü fıkrası kapsamında, son on iki ay içerisinde konsorsiyum lideri veya eş lideri olarak görev yapmadığımız ve halka açılan ortaklıkların Kurulunuzun ilgili düzenlemelerinde tanımlanan ilişkili tarafımız konumunda olmadığı asgari üç halka arza ilişkin fiyat tespit raporlarının değerlendirdiği analist raporlarını hazırlamış olduğumuzu ve bu raporların anılan maddenin ikinci fıkrasında yer alan esaslar çerçevesinde ilan ettiğimizi beyan ederiz.

Aracı Kurumumuzca hazırlanan ve kamuya ilan edilen son üç analist raporuna ilişkin bilgiler aşağıda yer almaktadır;

Halka Açılan Ortaklığın Ticaret Unvanı	Aracı Kurumumuzca Hazırlanan Analist Raporunun KAP'ta Yayınlanma Tarihi
Sanica Isı Sanayi A.Ş.	15.11.2022
Alfa Solar Enerji Sanayi ve Ticaret A.Ş.	08.11.2022
Kocaer Çelik Sanayi ve Ticaret A.Ş.	22.06.2022

Saygılarımızla,

TEB Yatırım Menkul Değerler A.Ş.

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah Küçüksu Cad.
Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 631 44 00
Büyük Mükellefler V.D:833 007 3508
Ticaret Sicil No:358354
Internet Adresi :www.tebyatirim.com.tr

Arda Alataş
Direktör

Kartal Çağlı
Genel Müdür Yardımcısı

Ek-3: Lisans Belgeleri

Arda Alataş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/LicenceDetail?employeeLicenceGuid=1D947096-0143-4169-8399-3869537FDB4E

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	5.05.2011	205138	AKTİF LİSANS

ARDA ALATAŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibanyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

Berkay Kaan Kantaş

SPL Düzey 3 Lisansı Yeterlilik Linki:
https://lsts.spl.com.tr/EmployeeUser/DigitalBadge/278A92BB-9199-44D3-BF01-161C9B09CDF1

SERMAYE PİYASASI LİSANSLAMA SİCİL VE EĞİTİM KURULUŞU A.Ş.

SPL, Türkiye'de sermaye piyasalarının küresel bir marka olma yolunda ihtiyaç duyduğu nitelikli işgücünün yetiştirilmesine ve sürekli gelişimine katkı sağlayan lisanslama, sicil ve eğitim kuruluşudur.

KURULUŞ	DÜZENLENDİĞİ TARİH	BELGE NUMARASI	LİSANS DURUMU
SPL	3.06.2022	922927	AKTİF LİSANS

BERKAY KAAN KANTAŞ, Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı sahibidir.

Rozet Hakkında:

Bu rozete sahip olan kişi, Sermaye Piyasaları Düzey 3 Lisansı türüne ait 12 sınav konusundan başarılı olarak ve 4 yıllık yükseköğretim düzeyinde bir üniversiteden mezun olma şartını sağlayarak sermaye piyasası kurumlarında ve halka açık ortaklıklarda ilgili faaliyet alanı itibanyla çalışabilmesine ilişkin SPL tarafından verilen mesleki yeterliliği, bilgi ve becerilerini gösterir belge olan Sermaye Piyasası Faaliyetleri Düzey 3 Lisansı almaya hak kazanmıştır.

Lisans Hakkında Daha Fazla Bilgi Almak İçin Tıklayınız

TEB YATIRIM MENKUL DEĞERLER A.Ş.
Teb Kampüs D Blok Saray Mah.Küçüksu Sokullu Sok.No:7 PK 34768 Ümraniye İSTANBUL
Tel:0216 636 44 44 - Fax:0216 633 [illegible]
Büyük Mükellefler V.D:833 [illegible]
Ticaret Sicil No:358364
Internet Adresi :www.tebyatirim.c[illegible]

BKP

UYGULAMALI YÖNETİM DANIŞMANLIĞI

2 Aralık 2022

Konu: Astor Enerji Anonim Şirketi paylarının Türkiye'de planlanan halka arzı ile ilgili olarak hazırlanan İzahname 'de yararlanılan kaynak rapor hakkında

Astor Enerji Anonim Şirketi ("Şirket') paylarının Türkiye'de planlanan halka arzı ile ilgili olarak Sermaye Piyasası Kurulu'nun ("SPK") incelemesine sunulan izahnamede ("İzahname"), Şirket tarafından faaliyet gösterilen "yüksek ve orta gerilim transformatör ve anahtarlama " sektörü ve Şirketin bu pazardaki konumu hakkında bilgi ve faaliyetlerine etki eden faktörlere ilişkin bilgi vermek amacıyla, BKP Uygulamalı Yönetim Danışmanlığı Ltd.Şti. (BKP Reserch& Consulting) tarafından hazırlan "An Overview of Turkish Trasnformer and and Swithcgear Market 2022" raporunda ("Rapor") yer alan bilgilerden yararlanılmıştır.

Benzer şekilde hazırladığımız ve doğrudan yada pazarlama kanalları aracılığıyla satışa sunduğumuz / sattığımız tüm raporlarda olduğu gibi söz konusu Rapor bilgilendirme amacıyla hazırlanmıştır ve Rapor içinde de belirtildiği gibi kapsamı eksiksiz olmayabilir ve /veya potansiyel bir yatırımcının / borç verenin sektörde faaliyet gösteren bir şirkete yatırım yapıp yapmayacağına / borç verip vermeyeceğine / sektöre doğrudan yatırım yaparak girip girmeyeceğine karar verirken ihtiyaç duyabileceği tüm bilgileri içermeyebilir. Rapor' da yer alan bilgiler, pazar büyüklüğü, oyuncuların durumu gibi, farklı bilgi kaynaklarına ve/veya bu Raporun hazırlandığı tarihte sektör ile ilgili kişilerle yapılan görüşmelere dayanılarak hazırlanmakla beraber söz konusu kaynakların doğruluğunu teyit edecek ayrı bir çalışma yapılmadığını belirtiriz. Ayrıca, Raporumuzda, kullanılan metodoloji ve varsayımların sonucu olarak analiz, tahmin, ileriye yönelik pazar büyüklüğü ya da sektördeki oyuncuların durumu gibi, ve çeşitli öngörüler yer almakta olup bunlar zaman içerisindeki makroekonomik gelişmeler ve kamu otoritelerinin karar ve uygulamalarına bağlı olarak ileride farklılık gösterebilirler ve bu farklıklar önemli boyutlara ulaşabilir. Bu doğrultuda Rapor' da belirtilen analiz, öngörü ve tahminlerin bağımsız ve objektif esaslar dahilinde makul bir özen gösterilerek yapıldığını kabul etmekle beraber hiçbir veri, analiz,

BKP Uygulamalı Yönetim Danışmanlığı
İzzetpaşa Mah. Yeni Yol Sok. No:6 Kat:2
Şişli 80270 İstanbul / TURKEY
Tel: +90 212 219 70 66
e-mail: info@bkpconsulting.com

tahmin ve öngörü ile ilgili olarak herhangi bir üçüncü kişiye karşı sorumluluk ve yükümlülük kabul etmemekte ve her koşulda kişi ve kurumların kendi pazar analiz ve değerlendirmelerini yapmalarını tavsiye etmekteyiz.

Bu çerçevede, Şirket paylarının halka arzı amacıyla hazırlanan İzahname 'de kaynak gösterilmek suretiyle yararlanılan bilgilerin kullanılmasına onay verdiğimizi, kaynak olarak kullanılan Rapor' da yer alan bilgilerin sahip olduğumuz tüm bilgiler çerçevesinde gerçeğe uygun olduğunu ve bu bilgilerin anlamını değiştirecek nitelikte bir eksiklik bulunmaması için her türlü makul özenin gösterilmiş olduğunu beyan ederiz.

Deniz Kabaağaç
Yönetici Ortak

B.K.P UYGULAMALI YÖNETİM
DANIŞMANLIK A.Ş. / D. ŞTİ.
İzzetpaşa Mah. Yeni Yol Cad.
No: [illegible] Şişli - İstanbul
Tel: 0212 219 70 66
Kağıthane V.D. 127 033 6042