

Yatırımlar Karlılığı Destekliyor

Astor Enerji için **Endeks Üstü Getiri** ve **hisse başına 177,80 TL hedef fiyat** ile kapsama alanımızı başlatıyoruz. Türkiye'de **i) yenilenebilir enerji santralleri, ii) deprem bölgesinin yeniden inşası ve iii) ülke genelinde elektrik dağıtım ve iletiminin yenilenmesi ve verimliliğinin artırılması ihtiyacı ile devam eden elektrik üretim yatırımları** nedeniyle büyük enerji sektörü yatırımlarından faydalanması beklenen şirketin büyüme görünümünü beğeniyoruz. Ayrıca Astor Enerji, bölgedeki lider trafo üreticisi olarak **jeopolitik gerilimlerden zarar gören komşu ülkelerin yeniden inşasından faydalanabilir**. ABD pazarının potansiyeli de eklendiğinde, ihracatın ciro içindeki payı şu anda %33,4 iken yakın gelecekte %50'ye yükseleceği öngörülebilir.

2024 ve 2025 yıllarında gerçekleşmesini öngördüğümüz ~110 milyon ABD doları tutarındaki yatırım harcamalarının 2025 yılından itibaren ciroda önemli bir artışa yol açmasını bekliyoruz. Bu yatırımlar arasında **trafo üretiminde kapasite artırımı, gaz yalıtımlı şalt cihazları üretimi, Güneş Enerjisi Santrali'nin kapasitesinin artırılması ve elektrikli araç şarj cihazlarının üretim ve servisine yönelik yatırımlar** yer almaktadır.

Astor Enerji, 9A23 finansallarına göre 86 milyon USD net nakit pozisyonu ile faaliyet göstermektedir. **Şirketin en azından 2030 yılına kadar güçlü kalması beklenen canlı talepten faydalanması nedeniyle güçlü sektör görünümü nedeniyle pozitif serbest nakit akımının devam etmesini bekliyoruz**. Bu nedenle, şirketin **Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranının önümüzdeki yıl daha da iyileşebileceğini ve bunun sermaye giderleri için yeterli olacağını** düşünüyoruz.

Hisse ilk bakışta BIST sektör ortalamasına göre oldukça yüksek çarpanlardan işlem görmesiyle dikkat çekiyor. Mevzubahis yatırımların tamamlanmasını takiben, 2025 yılında dolar bazlı gelirlerin 2023 mali yılı tahminimize kıyasla iki katından fazla artacağını öngörüyoruz ve bu da gelecek fiyat çarpanlarını cazip seviyelere indiriyor. Projeksiyonlarımıza göre hisse senedi **2023, 2024 ve 2025 F/K çarpanlarıyla 18,1x, 11,1x ve 6,0x'ten işlem görmektedir. FD/FAVÖK için ise tahminlerimiz, önümüzdeki üç yıl için sırasıyla 17.1x, 10.4x ve 4.8x'tir**. Şirketin büyüme beklentisine büyük bir önem atfediyoruz çünkü canlı talep ortamında hızlı bir şekilde gelire faydası dokunacak yatırımlar sayesinde birkaç yıl içinde gelirini döviz cinsinden ikiye katlayacaktır.

Başlıca risk faktörleri, i) yatırım planında olası gecikme, ii) yerel piyasadaki yüksek faiz oranlarının ticari alacakların vadesinin uzamasına neden olması, iii) bölgedeki gerilimin daha da artarak komşu ülkelerdeki toparlanmanın gecikmesine neden olması ve iv) küresel metal fiyatlarındaki hızlı yükselişin brüt kâr marjını baskılaması olarak sıralanabilir.

Astor Enerji

Öneri, Hedef Fiyat ve Kotasyon Detayları

Bloomberg Ticker	ASTOR TI
Öneri	Endeks Üzeri Getiri
Hisse Başına Fiyat, TL	103.80
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL	177.80
Getiri Potansiyeli	71%
Fiili Dolaşım Oranı	21%
Piyasa değeri, milyon TL	103,592
Piyasa değeri, milyon ABD doları	3,448
BIST-100 Endeks Ağırlığı	0.98%
BIST Tüm Endeks Ağırlığı	0.75%
Yabancı Yatırımcı Oranı	6.73%
Emeklilik Fonları Oranı	0.15%
Yatırım Fonları Oranı	4.85%

Kaynak: Matriks, PhillipCapital Araştırma

Fiyat 15 Ocak itibarıyla

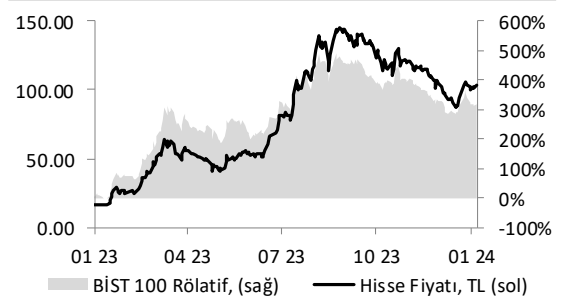
Finansallar, Milyon TL	2022	2023T	2024T	2025T
Gelirler	7,392	14,046	28,091	56,182
Gelir Büyümesi	134%	90%	100%	100%
İhracat Payı	21%	34%	42%	48%
Brüt Kâr	2,486	5,267	10,253	20,507
Brüt Kâr Marjı	33.6%	37.5%	36.5%	36.5%
FAVÖK	2,164	4,705	9,130	18,259
FAVÖK Büyümesi	157%	117%	94%	100%
FAVÖK Marjı	29.3%	33.5%	32.5%	32.5%
Net Kâr	1,827	4,619	9,364	17,313
Net Kâr Büyümesi	253%	153%	103%	85%
Net Kâr Marjı	24.7%	32.9%	33.3%	30.8%
Net Borç	770	-3,143	-8,246	-16,769
Net Borç/FAVÖK	0.4	-0.7	-0.9	-0.9
F/K	0.0	18.1	11.1	6.0
FD/FAVÖK	0.0	17.1	10.4	4.8

Kaynak: Şirket Verileri, PhillipCapital Araştırma

	Hisse Sayısı (milyon)	Oran
Feridun Geçgel	788	79.0%
Fiili Dolaşım Oranı	210	21.0%
Toplam	998	

Kaynak: Şirket Verisi

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: BİST, Rasyonet

	1a	3a	6a	1y
Nominal	5.9%	-9.0%	26.7%	530.9%
Rölatif	2.9%	-10.3%	3.9%	270.9%
İşlem Hacmi milyon \$	62	74	146	142

Kaynak: BİST, Rasyonet

Sadrettin BAĞCI
sadrettin.bagci@phillipcapital.com.tr
İrfan Kemal ÖZER
kemal.ozer@phillipcapital.com.tr

Yönetici Özeti

Astor Enerji, elektrik üretimi, iletimi ve dağıtımı için güç trafoları, dağıtım trafoları, Orta Gerilim (OG) ve Yüksek Gerilim (YG) ekipmanları üretmektedir. Şirketin hisselerinin %79'u Feridun Geçgel'e aittir ve %21 halka açıklık oranı ile 2023 yılı başında halka arz edilmiştir.

**9A23'te ihracat gelirlerin
%34'ünü oluşturmuştur.
Bunun %40'ı aşması
bekleniyor**

Astor Enerji Ankara'da 105 bin metrekaresi tek çatı altında olmak üzere 140 bin metrekarelik bir üretim tesisinde faaliyet göstermektedir. Ticaret Odası verilerine göre Astor Enerji, ciro bakımından Türkiye'nin 128. büyük sanayi şirkettir. Şirket dört ana ürün üretmektedir: Güç trafoları, dağıtım trafoları, OG/YG ekipmanları ve bu kapasiteleri besleyen mekanik fabrika. Güç trafoları için %65, dağıtım trafoları için %97, OG ve YG ekipmanları için %96 kapasite kullanım oranına sahiptir. Mekanik fabrika dağıtım trafolarının %90-95'ini, güç trafolarının %85-90'ını, OG anahtarlama ürünlerinin %95-100'ünü ve YG anahtarlama ürünlerinin %65-70'ini üretebilmektedir.

Şirketin net satış kırılımına bakıldığında, 2023'ün ilk yarısı itibarıyla dağıtım trafoları %47 ile en büyük payı alırken, güç trafoları net satışların %28'ini, OG anahtarlama ürünleri %18'ini ve YG anahtarlama ürünleri %1'ini oluşturduğu gözlemlenebilir.

Müşteri gruplarına baktığımızda net satışlarda en büyük payı %34 ile ihracat pazarları alırken, elektrik dağıtım şirketlerine yapılan satışlar toplam net satışların %15'ini oluşturmaktadır. Bayiler satışların %26'sını oluştururken, TEİAŞ'a (Türkiye Elektrik Üretim Anonim Şirketi) yapılan satışlar toplamın %10'unu oluşturmaktadır.

**Yatırımlar sonrası gelirlere
~400 milyon \$ katkı**

2024 ve 2025 yıllarında ~110 milyon USD tutarında yeni yatırım yapılmasını bekliyoruz... Şirketin 86 milyon USD net nakdi olduğu için finansman ihtiyacının sınırlı olacağını düşünüyoruz;

- ~85 milyon ABD Doları yatırım harcaması ve karşılığında ~400 milyon ABD Doları ek gelir öngörüyoruz. Dağıtım transformatörlerinde halihazırda duyurulan %60 kapasite artışının yanı sıra, yüksek kapasite kullanım oranlarına ulaşıldığı için diğer ürün gruplarında da bir miktar kapasite artışı görebiliriz.
- 14MW ek güneş enerjisi kapasitesi. Halihazırda 2023 yılında 10 milyon USD yatırım yapılmasıyla beraber gelirlere katkısının 2 milyon USD olması beklenmektedir.
- GIS (gaz izoleli şalt) trafoları üretimi. 25 ABD doları yatırım harcamasının ardından gelirlere 50 milyon ABD doları katkı beklenmektedir.

Öngörülerimize göre bu yatırımlar 2024 ve 2025 yıllarında gelirlere yaklaşık 400 milyon USD katkı sağlayabilir. Yatırımlar, üretim verimliliğini artıracak yeni bir fabrika binasını da içerebilir.

**Önümüzdeki on yıl içinde
ABD doları bazında ~%8
YBBO gelir artışı**

Uzun vadeli büyüme modeli yolunda... Elektrik üretimi ve dağıtımı için yatırım ihtiyacının hem Türkiye'de hem de yurt dışında güçlü kalmaya devam etmesi bekleniyor. Türkiye'de elektrik talebinin önümüzdeki on yılda yıllık %3,3 oranında artması beklenmektedir. Sadece yeni şebeke ihtiyacı değil, aynı zamanda mevcut şebekenin verimliliğini artırmak için de trafolarla olan talebin ileriye dönük olarak güçlü olması muhtemeldir. Türkiye'nin komşu ülkelerinin de şu anda karışıklıklarla karşı karşıya oldukları için elektrik altyapısına yatırım yapmaları gerekecektir. Küresel trafo pazarının 2032 yılına kadar %7,0'nin üzerinde yıllık ortalama ile büyümesinin beklendiği göz önüne alındığında, Türkiye'nin trafo üreticileri arasında lider bir oyuncu olan Astor Enerji'nin 2024 ve 2025 yıllarında yoğunlaştırılmış yatırım planlarını tamamladıktan sonra 2026 yılından itibaren yaklaşık %8 yıllık ortalama büyüme oranından faydalanabileceğini düşünüyoruz.

**2025 F/K ve FD/FAVÖK
çarpanları 6,0x ve 4,8x**

Cazip ileriye dönük çarpanlar... 2024 ve 2025 kazanç tahminlerimize göre hisse senedi, bu iki yıldaki güçlü gelir artışının ardından 11,1x ve 6,0x F/K katsayılarıyla işlem görmektedir. Öte yandan, ilgili FD/FAVÖK çarpanları 10,4x ve 4,8x'tir. Bu çarpanlar, 2022'de yıllık ~%90 ve 2023E'de yıllık ~%76'lık güçlü gelir büyüme oranlarının ardından, 2024 ve 2025 yıllarının her birinde yaklaşık %40 gelir büyümesini içermektedir.

Bir Bakışta Finansal Tahminler

Finansal Tahminler, Milyon TL

Milyon TL	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro	3,154	7,392	14,046	28,091	56,182
Ciro Büyümesi	117.7%	134.4%	90.0%	100.0%	100.0%
İhracatın Cirodaki Payı	18%	21%	34%	42%	48%
Brüt Kâr	884	2,486	5,267	10,253	20,507
Brüt Kâr Marjı	28%	34%	38%	37%	37%
Faaliyet Giderleri	109	401	697	1,330	2,678
Faaliyet Giderleri Büyümesi	39.0%	269.0%	73.8%	90.8%	101.4%
Faaliyet Giderleri / Ciro	1%	4%	4%	4%	4%
Amortisman	68	80	135	206	430
FAVÖK	843	2,164	4,705	9,130	18,259
FAVÖK Büyümesi	108.7%	156.7%	117.4%	94.0%	100.0%
FAVÖK Marjı	26.7%	29.3%	33.5%	32.5%	32.5%
Diğer Gelir/Giderler	-9	108	400	281	562
Vergi Öncesi Kâr	555	1,978	5,570	11,705	21,641
Vergi Gideri	37	151	951	2,341	4,328
Net Kâr	518	1,827	4,619	9,364	17,313
Net Kâr Büyümesi	129.5%	252.9%	152.8%	102.7%	84.9%
Net Kâr Marjı	16%	25%	33%	33%	31%
Özkaynaklar	1,099	3,311	9,226	18,589	35,902
Net Borç	976	770	-3,143	-8,246	-16,769
Net Borç / FAVÖK	1.2	0.4	-0.7	-0.9	-0.9
Brüt Borç	1,270	1,285	690	2,284	4,294
Net İşletme Sermayesi	1,471	2,833	4,930	7,941	15,881
Net İşletme Sermayesi / Gelirler	47%	38%	35%	28%	28%
F/K			18.1	11.1	6.0
FD/FAVÖK			17.1	10.4	4.8
PD/DD			9.1	5.6	2.9
Özkaynak Kârlılığı	62%	83%	74%	67%	64%

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Finansal Tahminler, Milyon \$

Milyon \$	2021	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro	354	446	591	815	1,254
Ciro Büyümesi	71.3%	25.9%	32.5%	38.0%	53.7%
İhracatın Cirodaki Payı	18%	21%	34%	42%	48%
Brüt Kâr	99	150	222	298	458
Brüt Kâr Marjı	3%	2%	2%	1%	1%
Faaliyet Giderleri	12	24	29	39	60
Faaliyet Giderleri Büyümesi	9.4%	98.2%	21.2%	31.7%	54.8%
Faaliyet Giderleri / Ciro	1%	4%	4%	4%	4%
Amortisman	8	5	6	6	10
FAVÖK	95	130	198	265	407
FAVÖK Büyümesi	64.2%	37.9%	51.6%	33.9%	53.7%
FAVÖK Marjı	26.7%	29.3%	33.5%	32.5%	32.5%
Diğer Gelir/Giderler	-1	7	17	8	13
Vergi Öncesi Kâr	62	119	234	340	483
Vergi Gideri	4	9	40	68	97
Net Kâr	58	110	194	272	386
Net Kâr Büyümesi	80.6%	89.6%	76.4%	39.9%	42.1%
Net Kâr Marjı	16%	25%	33%	33%	31%
Özkaynaklar	123	200	388	540	801
Net Borç	110	46	-132	-239	-374
Net Borç / FAVÖK	1.2	0.4	-0.7	-0.9	-0.9
Brüt Borç	143	78	29	66	96
Net İşletme Sermayesi	165	171	207	230	354
Net İşletme Sermayesi / Gelirler	47%	38%	35%	28%	28%
F/K			18.1	11.1	6.0
FD/FAVÖK			17.1	10.4	4.8
PD/DD			9.1	5.6	2.9
Özkaynak Kârlılığı	62%	83%	74%	67%	64%

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Değerleme

Değerleme, Milyon \$

Milyon \$	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ciro	354	446	591	815	1,254	1,335	1,404	1,494	1,600	1,749	1,912	2,089
<i>Gelir Büyümesi</i>	71%	26%	33%	38%	54%	6%	5%	6%	7%	9%	9%	9%
Satılan Malların Maliyeti	255	296	369	518	796	861	905	964	1,032	1,128	1,233	1,348
Brüt Kâr	99	150	222	298	458	474	498	531	568	621	679	742
<i>Brüt Kâr Marjı</i>	28%	34%	38%	37%	37%	36%	36%	36%	36%	36%	36%	36%
Faaliyet Giderleri	12	24	29	39	60	59	66	74	82	91	102	113
<i>Faaliyet Giderleri Artışı</i>	9%	98%	21%	32%	55%	-1%	12%	11%	11%	12%	11%	11%
Amortisman	8	5	6	6	10	12	17	21	26	30	35	39
FAVÖK	95	130	198	265	407	427	449	478	512	560	612	669
<i>FAVÖK Marjı</i>	26.7%	29.3%	33.5%	32.5%	32.5%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
Operasyonel Marj	25%	28%	33%	32%	32%	31%	31%	31%	30%	30%	30%	30%
Diğer Faaliyetlerden Elde Edilen Gelir	62	36	25	73	73	58	75	91	110	128	155	188
Diğer Gelir/Giderler	-1	7	17	8	13	13	14	15	16	17	19	21
Vergi Öncesi Kâr	62	119	234	340	483	486	521	562	613	675	751	839
Vergi Giderleri	4	9	40	68	97	97	104	112	123	135	150	168
Net Kâr	58	110	194	272	386	389	417	450	490	540	601	671
<i>Net Kâr Marjı</i>	16%	25%	33%	33%	31%	29%	30%	30%	31%	31%	31%	32%
Net İşletme Sermayesi	165	171	207	230	354	378	397	423	453	495	541	591
Net İşletme Sermayesi / Ciro	47%	38%	35%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%	28%
Net Borç (Nakit)	110	46	-132	-239	-374	-416	-515	-625	-747	-892	-1,057	-1,242
<i>Net Borç (Nakit) / FAVÖK</i>	1.16	0.36	-0.67	-0.90	-0.92	-0.97	-1.15	-1.31	-1.46	-1.59	-1.73	-1.86

Nakit Akışı	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Dönem Başı Nakit ve Benzerleri	25	18	6	111	235	392	451	550	667	812	962	1,144
Net Kar	58	110	194	272	386	389	417	450	490	540	601	671
Net Kar Düzeltmeleri	31	18	25	33	48	51	59	66	75	84	95	106
Amortisman	8	5	6	6	10	12	17	21	26	30	35	39
İşletme Sermayesindeki Değişim	-116	-94	-88	-87	-177	-82	-59	-63	-67	-74	-81	-88
Ana Faaliyetlerden Kaynaklanan Nakit	-26	34	131	218	257	358	417	453	497	551	615	689
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit Akışı	-21	-11	-30	-58	-50	-67	-70	-75	-80	-87	-96	-104
Serbest Nakit Akışı	-47	22	102	160	207	292	346	379	417	463	520	585
Finansal Borçlardaki Değişim	60	4	-21	35	28	-19	-17	-8	-7	-13	0	0
Ödenen Temettüleri	0	0	0	0	0	-161	-174	-189	-205	-228	-251	-279
Bedelli Sermaye İhracı	0	0	75	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	-5	-35	-47	-65	-100	-107	-112	-120	-128	-140	-153	-167
Fin. Faal. Kaynaklanan Nakit	55	-31	54	35	28	-180	-191	-196	-212	-241	-251	-279
Toplam Nakit Akışı	8	-9	155	194	235	112	156	182	205	222	268	305
Dönem Sonu Nakit ve Benzerleri	33	9	161	306	470	504	607	732	873	1,034	1,230	1,450

USD/TRY Varsayımları	2021	2022	2023T	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
USD/TRY, dönem sonu	13.33	18.70	29.44	40.00	50.00	57.50	62.50	70.00	75.25	80.89	86.96	93.48
USD/TRY, dönem ortalaması	8.91	16.59	23.78	34.45	44.82	53.66	59.97	66.18	72.63	78.07	83.93	90.22

Değerleme Varsayımları

Borç Payı	1%
Vergi Oranı	20.00%
Borç Maliyeti	15.00%
Risksiz Faiz Oranı	6.50%
Hisse Risk Primi	5.00%
Beta	1.10
Özsermaye Maliyeti	12.00%
Borç Maliyeti (Vergi Sonrası)	12.00%
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12.00%

	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	2031T	2032T
Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
İskonto Oranı	100%	90%	80%	72%	64%	57%	51%	45%	41%
Serbest Nakit Akımı	160	186	234	248	242	238	236	236	237
Nihai Büyüme	1.00%								
Serbest Nakit Akımının Net Değeri, Milyon \$	2,017								
Nihai Değer, Milyon \$	2,180								
Net Borç (Nakit), Milyon \$	-239								
Hedef Piyasa Değeri, Milyon \$	4,436								
Cari Piyasa Değeri, Milyon \$	3,448								
Dolar bazında getiri potansiyeli	29%								
Hisse Başına Hedef Fiyat, TL, 1 yıl ileri dönük USD/TRY: 40.00	177.80								
Cari Fiyat, hisse başına TL	103.80								
TL Bazında Getiri Potansiyeli	71%								

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Astor Enerji'nin gelir yaratımı çoğunlukla döviz cinsinden olduğu için ABD doları bazı indirgenmiş nakit akışı değerlemesi uyguladık. 3,50 risksiz faiz oranı (ABD 10 yıllık tahvil faizi), ülke risk primini dahil etmek için 300 baz puan CDS ve 5 yüzde puan hisse senedi risk primi kullandık. Bu varsayımlar, hisse senedi için 1,10 Beta kullanarak Özsermaye Maliyetini %12,00'e getirdi.

Son 20 yılda ABD 10 yıllık tahvil faizinin ortalaması %2,88 ve Türkiye CDS'inin ortalaması 295'tir. Bu uzun vadeli ortalamalar bize bir miktar daha yukarı yönlü potansiyel sağlamaktadır.

Borçlanma Maliyetine gelince, %15 Borçlanma Maliyeti ve %20 efektif vergi oranı uyguladık. Böylece %12,0 borçlanma maliyeti elde ettik. Şu anda şirketin net nakit pozisyonu 86 milyon USD ve brüt finansal borcun piyasa değerine oranı sadece %0,6'dır. Bu nedenle, %12,00 WACC ile çalışmamızı gerçekleştirdik.

Muhafazakar davranarak ABD doları bazında %1,0 büyüme oranı kullandık.

Emsal Karşılaştırması, Milyon \$

Şirket	Ticker	Ülke	Gelir (milyar\$)	FAVÖK (milyar\$)	Net Gelir (milyar\$)	F/K	İleri F/K	FD/FAVÖK
General Electric Company	GE	ABD	83,81	12,03	10,59	13,40	27,70	8,78
Siemens Energy AG	ENR	Almanya	34,09	-2,50	-4,96	N/A	N/A	-5,69
Mitsubishi Electric Corporation	6503	Japonya	35,87	3,81	1,79	16,48	15,02	6,94
ABB Ltd	ABBN	İsviçre	37,33	6,18	4,67	20,07	19,96	11,86
Schneider Electric S.E.	SU	Fransa	39,11	7,39	4,36	24,78	20,49	15,29
Toshiba Tec Corporation	6588	Japonya	3,66	0,23	-0,04	64,34	N/A	4,16
Eaton Corporation plc	ETN	ABD	22,61	4,65	2,99	32,06	23,81	22,03
CG Power and Industrial Solutions Limited	CGPOWER	Hindistan	0,91	0,13	0,11	77,28	N/A	54,44
Voltamp Transformers Limited	VOLTAMP	Hindistan	0,18	0,03	0,03	26,83	N/A	19,87
DAIHEN Corporation	6622	Japonya	1,25	0,13	0,08	14,03	N/A	9,11
Hyosung Heavy Industries Corporation	298040	Güney Kore	2,99	0,21	0,05	18,72	N/A	9,37

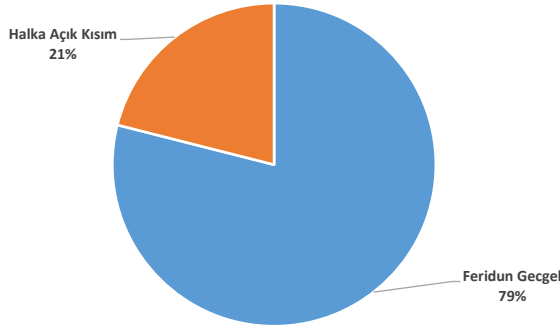
Kaynak: Bloomberg

Halka Arz Sonrası Ortaklık Yapısı ve İşlem Dinamikleri

Astor Enerji, 2023 yılı ocak ayı ortasında Borsa İstanbul'da işlem görmeye başlamıştır. Halka arz, ana hissedar Feridun Geçgel'in 62 milyon adet hisse satışı ve %17,41'lik sermaye artışından oluşan karma bir modeldi. Şu anda halka açıklık oranı %21'dir ve Geçgel %79 hisselerin çoğunluğuna sahiptir.

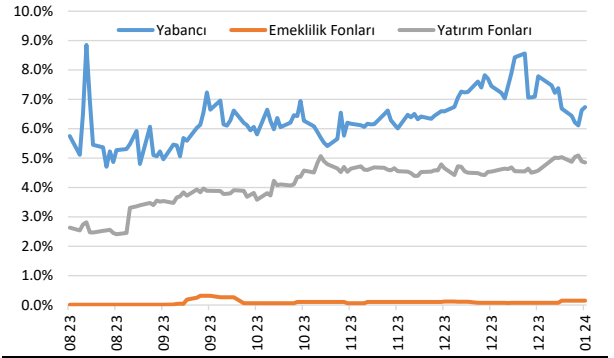
Hem yabancı yatırımcıların hem de yatırım fonlarının ilgisinde 2023 yazından bu yana bir miktar artış gözlemledik. Yabancı yatırımcılar şu anda halka açıklık oranının %6,73'ünü, yerel yatırım fonları ise %4,85'ini elinde bulunduruyor. Yerel emeklilik fonları ise halka açık kısmın %0,15 gibi küçük bir bölümünü elinde tutuyor. Astor Enerji güçlü finansal sonuçlar açıkladıkça kurumsal yatırımcıların ilgisinin artmasını bekliyoruz.

Ortaklık Yapısı



Kaynak: Şirket Verisi

Halka Açıklıkta Yabancı ve Yerli Kurumsal Yatırımcı Payı

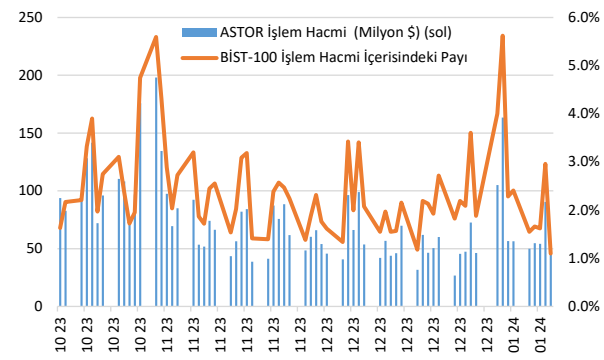


Kaynak: MKK kaynaklı Matriks Verisi

Yerel bireysel yatırımcıların hakimiyetindeki işlem hacmi güçlü seyrini sürdürdü. Günlük ortalama işlem hacmi son üç ayda 76 milyon USD olarak gerçekleşirken, bu rakam BIST-100'deki günlük ortalama işlem hacminin %2,4'üne denk gelmektedir.

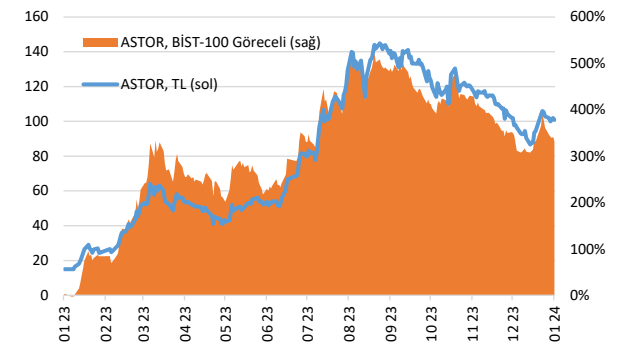
ASTOR, şirketin gelecek yılın başlarında halka arz edilmesinin ardından güçlü bir hisse fiyatı performansı sergilemiştir. Türkiye'nin enerji bağımlılığını azaltmak için yenilenebilir enerjiye yaptığı yoğun yatırımlar, elektrik dağıtımının verimliliğini artırmak için mevcut şebekenin yenilenmesi, elektrik talebinin organik olarak sürdürülebilir büyümesi, deprem bölgesinin yeniden inşası ihtiyacı ve son olarak komşu ülkelerdeki altyapı ihtiyaçları göz önüne alındığında, önümüzdeki yıllarda gelir artışının devam etmesi gerekiyor.

İşlem Hacmi



Kaynak: Rasyonet

Hisse Fiyat Performansı



Kaynak: Matriks and Rasyonet

Güncel Finansallar ve 4Ç23 Tahminleri

Kısaca 9A23 Finansalları

Astor Enerji 9A23'te %38 brüt kâr marjı ile 392 milyon ABD doları satış geliri elde etmiş ve %32,8 FAVÖK marjı ile 129 milyon ABD doları FAVÖK yaratmıştır. Şirket, 2023 yılı başındaki halka arzın ardından 9A23 itibarıyla 86 milyon USD net nakit pozisyonuna sahip olmuştur. Ayrıca, şirket 9A23'te 43 milyon ABD doları tutarında net nakit akışı yaratmıştır. Net İşletme Sermayesi 152 milyon ABD doları veya 9 aylık finansallarına göre gelirlerin %28'i olarak gerçekleşmiştir.

Nakit ve Finansal Borçlar

Astor Enerji'nin 1.375 milyon TL nakit (çoğunlukla vadeli mevduatlardan oluşmaktadır) ve yatırım fonlarından oluşan 1.608 milyon TL finansal yatırımı bulunmaktadır.

Nakit ve Nakit Benzerleri, Milyon TL, 9A23

Kasa	0
Vadesiz mevduatlar	361
TL	0
FX	361
Vadeli Mevduatlar	1.014
TL	678
FX	195
Kur Korumalı Mevduat	141
Yatırım Fonları	1.608
Toplam Nakit ve Benzeri Varlıklar	2.983

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Nakit ve Nakit Benzerleri, Milyon TL, 9A23

Kısa ve uzun vadeli borçlanmalar	
Kısa vadeli banka kredileri	319
Uzun vadeli banka kredilerinin kısa vadeli kısmı	165
Kısa vadeli finansal kiralama borçları	11
Kısa vadeli ertelenmiş finansal kiralama borçlanma mali	0
Kısa vadeli finansal yükümlülükler	495
Uzun vadeli banka kredileri	122
Uzun vadeli finansal kiralama borçları	1
Uzun vadeli ertelenmiş finansal kiralama borçlanma ma	0
Uzun vadeli finansal yükümlülükler	123
Toplam finansal yükümlülükler	618

Finansal yükümlülüklerin geri ödeme vadeleri	
1 yıl içinde ödenecek	495
1-2 yıl içinde ödenecek	61
2-3 yıl içinde ödenecek	62
3 yıl ve üzeri	0
Toplam	618

Banka kredilerinin orijinal para birimi bakiyeleri ve faiz oranları			
	Ağırlıklı ortalama etkin faiz oranı (%)	Orijinal para birimi	TL
Banka kredileri ve finansal kiralama borçları:			
TL	9,80%	368	368
Euro	4,65%	9	250
Toplam			618

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Net Döviz Pozisyonu

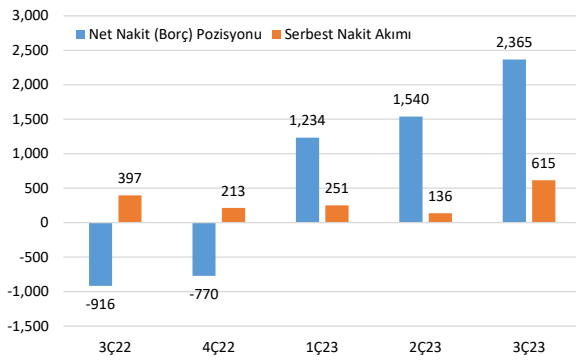
Gelirlerinin üçte birini ihracattan elde eden şirketin 9A23 itibarıyla 85,3 milyon USD (2.335 milyon TL) net uzun döviz pozisyonu bulunmaktadır. Türk lirasındaki her %10'luk değer kaybının Kâr/Zarar üzerinde ~234 milyon TL pozitif etkisi olduğu dipnotlarda belirtilmiştir.

Astor Enerji 9A23'te ana faaliyetlerinden 6,0 milyon ABD doları (133 milyon TL) net kur farkı geliri kaydetmiştir.

Finansal gelirlerde ise şirket 9A23'te sadece 0,42 milyon USD (9,3 milyon TL) net kur farkı gideri kaydetti.

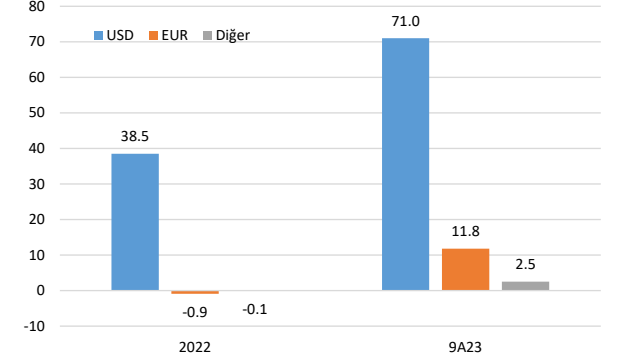
Şirketin yatırımlarını kısmen kendi kaynaklarından finanse etmesini bekliyoruz. Bu nedenle, pozitif net döviz pozisyonu 2024 yıl sonuna kadar azalabilir.

Net Nakit (Borç) ve Serbest Nakit Akışı (Milyon TL)



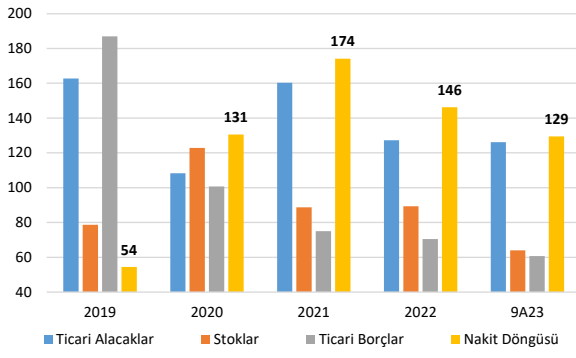
Kaynak: Şirket Verisi

Net Döviz Pozisyonu



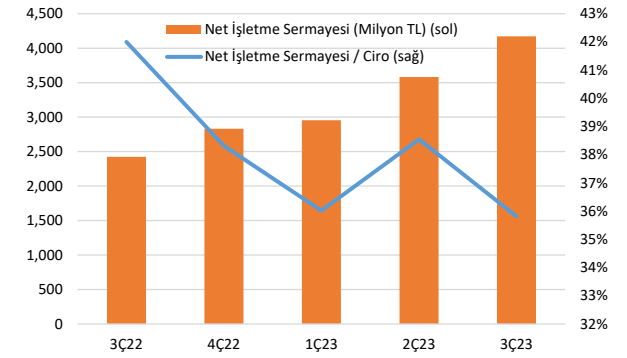
Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Nakit Döngüsü (gün)



Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Net İşletme Sermayesi



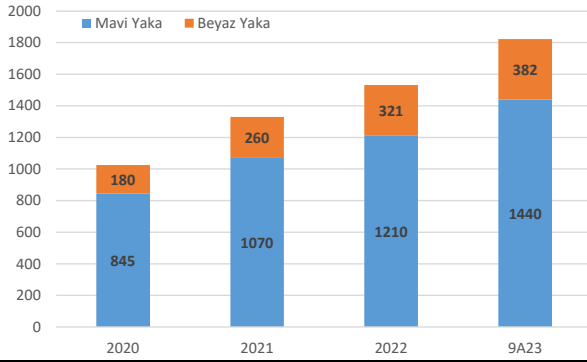
Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Faaliyet Giderleri

Astor Enerji, 9A23 itibarıyla 1.822 çalışanıyla faaliyet göstermektedir. Şirket, 97'si mühendis olmak üzere 117 çalışanı istihdam eden bir Ar-Ge merkezine sahiptir. Beyaz yakalı çalışanların %88'inden fazlası lisans ve üstü bir dereceye sahiptir.

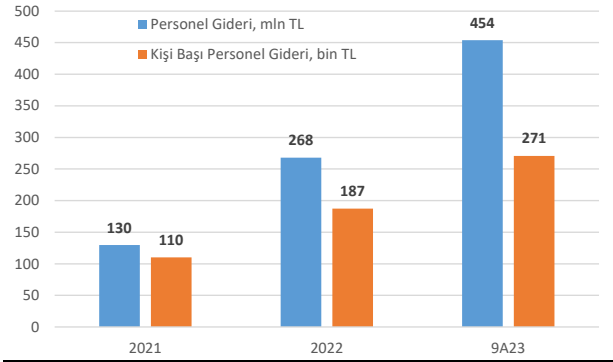
Mevcut ürün gamını iyileştirmek ve yeni ürünler geliştirmek için teknik uzmanlığa yatırım yapmak amacıyla 2009 yılından bu yana Ar-Ge faaliyetlerini sürdüren şirket, 2016 yılında Ar-Ge merkezi belgesi almıştır. Şirketin Ar-Ge merkezinde toplam beyaz yakalı işgücünün %25'ini oluşturan 97 mühendis istihdam edilmektedir. Astor Enerji, 2022 yılında 125 milyon TL ve 9A23'te 150 milyon TL Ar-Ge harcaması yapmıştır.

Personel Sayısı



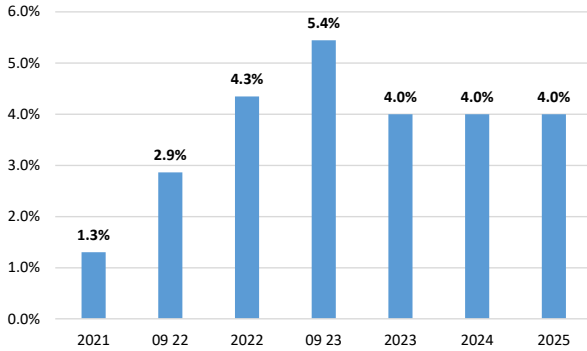
Kaynak: Şirket Verisi

Personel Maliyeti



Kaynak: Şirket Verisi

Operasyonel Giderler / Ciro



Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

4Ç23 Beklentileri

Şirketin 4Ç23'te 199 milyon USD ciro elde etmesini ve 2023 mali yıl cirosunun yıllık %35,3 büyüme ile 591 milyon ABD dolarına ulaşmasını bekliyoruz. 4Ç23'te brüt kâr marjında hafif bir düşüş bekliyoruz, ancak faaliyet giderlerindeki yavaşlama sayesinde çeyreklik FAVÖK marjınının %34,8'e hafif bir iyileşme göstermesini ve 2023 yılını %33,5 FAVÖK marjı ile tamamlamasını bekliyoruz. Astor Enerji'nin ürün maliyeti küresel metal fiyatlarıyla güçlü bir korelasyona sahiptir, LME Endeksi'nin 4Ç23'te aşağı yönlü gelmesi nedeniyle FAVÖK tahminimiz üzerinde bir miktar yukarı yönlü risk bulunmaktadır.

Hem ABD Doları hem de TL cinsinden yakın dönem tahminleri

Milyon \$	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23E	9A22	9A23	y/y	2022	2023T	y/y
Ciro	149	100	135	156	199	288	392	36.0%	437	591	35.3%
Brüt Kar	64	31	60	60	72	80	150	88.2%	144	222	53.9%
Brüt Kar Marjı	43.2%	30.7%	44.2%	38.1%	35.9%	27.7%	38.3%		33.0%	37.5%	
FAVÖK	54	26	51	51	69	71	129	80.1%	125.5	197.9	57.6%
FAVÖK Marjı	36.4%	26.0%	37.9%	32.9%	34.8%	24.8%	32.8%		28.8%	33.5%	
Net Kar	39	28	53	53	61	68	134	96.1%	107	194	81.2%
Net Kar Marjı	26%	28%	39%	34%	30%	24%	34%		25%	33%	
Net Nakit/Borç	-41	64	60	86	107	-49	86		-41	107	
Serbest Nakit Akışı	11	13	7	23	50	6	43		17	92	
Milyon TL	4Ç22	1Ç23	2Ç23	3Ç23	4Ç23E	9A22	9A23	y/y	2022	2023T	y/y
Ciro	2,766	1,894	2,798	4,191	5,163	4,626	8,883	92.0%	7,392	14,046	90.0%
Brüt Kar	1,196	581	1,236	1,598	1,853	1,290	3,414	164.7%	2,486	5,267	111.9%
Brüt Kar Marjı	43.2%	30.7%	44.2%	38.1%	35.9%	27.9%	38.4%		33.6%	37.5%	
FAVÖK	1,007	493	1,061	1,377	1,775	1,157	2,931	153.2%	2,164	4,705	117.4%
FAVÖK Marjı	36.4%	26.0%	37.9%	32.9%	34.4%	25.0%	33.0%		29.3%	33.5%	
Net Kar	727	522	1,093	1,428	1,576	1,100	3,043	176.6%	1,827	4,619	152.8%
Net Kar Marjı	26%	28%	39%	34%	31%	24%	34%		25%	33%	
Net Nakit/Borç	-770	1,234	1,540	2,365	3,143	-916	2,365		-770	3,143	
Serbest Nakit Akışı	213	251	136	615	1,414	157	1,002		370	2,416	

Kaynak: Şirket Verisi ve PhillipCapital Araştırma

Ayrıca, 9A23 sonunda %35,8 olan Net İşletme Sermayesi/Satışlar oranınının %35,1'e gerileyerek yılın son çeyreğinde Serbest Nakit Akışında iyileşme kaydedileceğini tahmin ediyoruz. Bu varsayımlara dayanarak Astor Enerji'nin Net Nakit pozisyonu 9A23'teki 86 milyon ABD dolarından 2023 yıl sonu itibarıyla 107 milyon ABD dolarına yükselmektedir.

Şirket, 1,85 milyar TL'lik halka arz geliri ve 2,4 milyar TL'lik serbest nakit akışı sayesinde, rapor boyunca dillendirilen gerekli sermaye harcamalarını finanse etmek için yeterli sermayeye sahip olacaktır.

Astor Enerji: İş, Görünüm ve Yatırım Planları

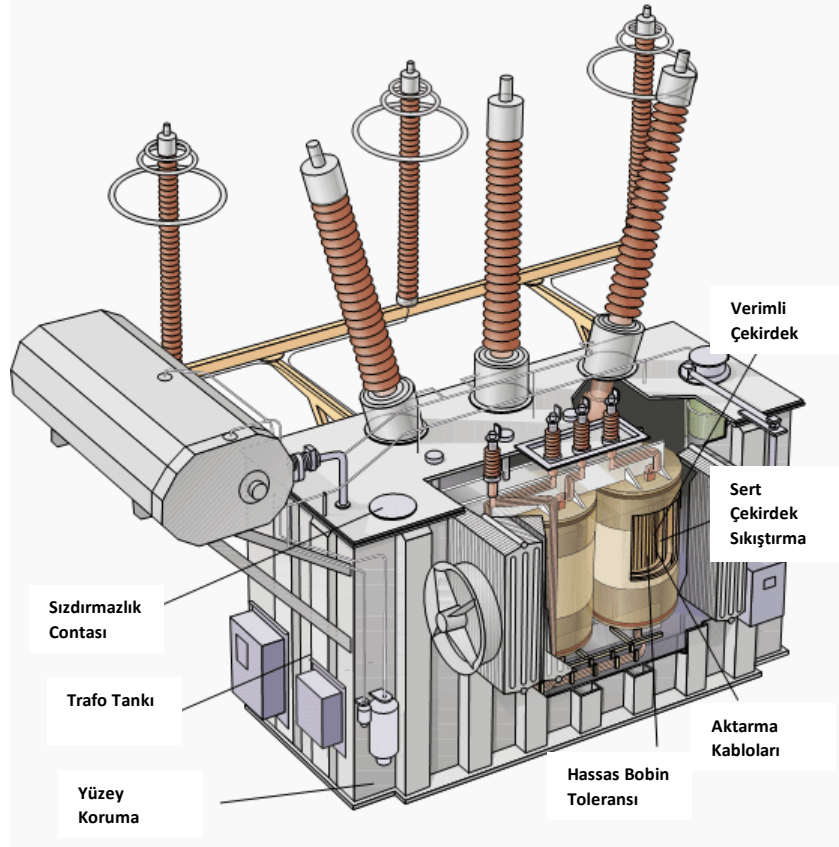
Astor Enerji dört ana ürün üretmektedir: Güç trafoları, dağıtım trafoları, OG/YG ekipmanları ve bu kapasiteleri besleyen mekanik fabrika. Güç trafoları için %65, dağıtım trafoları için %97, OG ve YG ekipmanları için %96 kapasite kullanım oranına sahiptir. Astor Enerji'nin, mekanik fabrikası sayesinde uçtan uca üretim yetkinliği bulunmaktadır. Dağıtım trafolarının %90-95'ini, güç trafolarının %85-90'ını, OG anahtarlama ürünlerinin %95-100'ünü, YG anahtarlama ürünlerinin %65-70'ini üretebilmektedir.

Elektrik Trafoları Nedir?

Elektrik trafoları, elektriği bir devreden diğerine değişen voltaj seviyesinde ancak frekans değişikliği olmadan aktaran makinelerdir. Günümüzde alternatif akım kullanmak üzere tasarlanmışlardır, bu da besleme gerilimindeki dalgalanmanın akımdaki dalgalanmadan etkilendiği anlamına gelir. Dolayısıyla, akımdaki bir artış voltajda bir artışa neden olur ve bunun tersi de geçerlidir.

Trafolar, gerektiğinde voltaj seviyelerini yükselterek ve düşürerek güç sistemlerinin güvenliğini ve verimliliğini artırmaya yardımcı olur. Çok çeşitli konut ve endüstriyel uygulamalarda, öncelikle ve belki de en önemlisi uzun mesafeler boyunca gücün dağıtımını ve düzenlenmesinde kullanılırlar.

Trafoların İç Yapısı



Güç trafosu: Genellikle elektrik iletmek için kullanılır ve daha yüksek bir güç seviyesi (kilovolt amper) değere sahiptir.

Dağıtım trafosu: Bu tip elektrik trafoları nispeten daha düşük bir güç seviyesinde ve elektriği dağıtmak için kullanılır.

Elektrik Trafosu- Verimlilik ve Kayıplar

Bir elektrik trafosu enerjiyi aktarmak için herhangi bir hareketli parça kullanmaz, bu da sürtünme ve dolayısıyla rüzgâr kaybı olmadığı anlamına gelir. Bununla birlikte, elektrik trafoları ihmal edilebilir bakır ve demir kayıplarından muzdariptir. Bakır kayıpları, bakır sargılar etrafındaki akımların dolaşımı sırasında ısı kaybı nedeniyle meydana gelir ve elektrik gücü kaybına neden olur. Bu, bir elektrik trafosunun çalışmasındaki en büyük kayıptır. Demir kayıpları, nüve içinde bulunan manyetik moleküllerin gecikmesinden kaynaklanır. Bu gecikme, sürtünme ile sonuçlanan manyetik akımın değişimine tepki olarak gerçekleşir ve bu sürtünme çekirdekte güç kaybına yol açan ısı üretir. Nüve özel çelik alaşımlardan inşa edilirse bu kayıp büyük ölçüde azaltılabilir.

Güç kaybının yoğunluğu bir elektrik trafosunun verimliliğini belirler ve birincil ve ikincil sargılar arasındaki güç kaybı cinsinden temsil edilir. Elde edilen verimlilik daha sonra ikincil sargıdaki güç çıkışının birincil sargıdaki güç girişine oranı cinsinden hesaplanır. İdeal olarak, bir elektrik trafosunun verimliliği %94 ile %96 arasındadır.

Türkiye'nin altyapıya neden ihtiyacı var?

2022 yılı sonu itibarıyla Türkiye'nin toplam elektrik kapasitesinin %46'sı ve brüt elektrik üretiminin %58'i fosil yakıtlardan gelmektedir. Petrol ve doğal gaz gibi fosil yakıtların neredeyse tamamını ithal eden bir ülke olarak Türkiye'nin bu kaynaklara olan bağımlılığı, küresel piyasalardaki fiyat artışlarından doğrudan etkilenmesine neden olmaktadır.

2023'ün ilk yarısında yaşanan deprem ve sel felaketleri enerji arzının hayati önemini bir kez daha ortaya koymuştur. Bu felaketler, dirençli elektrik iletim ve dağıtım hatlarına duyulan ihtiyacı ve yüksek dirençli altyapılar perspektifiyle planlama yapılması gerekliliğini bir kez daha ortaya koymuştur.

Türkiye'nin 2000 yılında 27,3 gigavat (GW) civarında olan toplam kurulu gücü, 2023 yılı Eylül ayı sonu itibarıyla 105,7 GW'a ulaşmıştır. Bu artışta 2022 yılına kadar yenilenebilir enerji kaynaklarından ve yerli kaynaklardan elektrik üreten santrallere verilen teşvikler önemli rol oynamıştır. Türkiye'nin toplam kurulu gücündeki artış eğilimi devam etmektedir. 2012-2022 yılları arasındaki dönemde kurulu güçteki yıllık ortalama net artış 4,6 GW olarak gerçekleşmiştir. Bu dönemde kurulu kapasitedeki artış toplam elektrik talebindeki artıştan daha fazla olmuştur ve bunun temel nedenlerinden birinin yenilenebilir enerji santrallerine verilen teşvikler olduğu düşünülmektedir. 2012-2022 yılları arasında devreye alınan yenilenebilir enerji santrallerinin yıllık ortalama kurulu gücü 3,3 GW civarındaydı.

Yenilenebilir Enerji Kapasitesi Gelişimi

Kaynak (MW)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022/10	2023/10
Hidro	25.868	26.682	27.273	28.291	28.503	30.985	31.493	31.571	31.568	31.596
Rüzgar	4.498	5.751	6.516	7.005	7.591	8.832	10.607	11.396	11.303	11.643
Güneş	310	833	3.421	5.063	5.995	6.667	7.816	9.425	9.153	11.120
Jeotermal	624	821	1.064	1.283	1.515	1.613	1.676	1.691	1.686	1.691
Biyokütle	345	467	575	739	1.163	1.485	2.035	2.309	2.211	2.440
Toplam	31.645	34.554	38.849	42.381	44.767	49.582	53.627	56.393	55.921	58.491

Kaynak: TEİAŞ

Türkiye Ulusal Enerji Planı Çerçevesinde Hedeflenen Kurulu Güç

Kaynak	2035 (GW)	Yenilenebilir Enerji Kaynakları İçindeki Pay (%)	Genel Toplam İçindeki Pay (%)
Güneş	52,9	43,1%	27,9%
Hidro	35,1	28,6%	18,5%
Rüzgar	29,6	24,1%	15,6%
Jeotermal ve Biyokütle	5,1	4,2%	2,7%
Yenilenebilir Toplamı	122,7	100,0%	64,7%
Kaynak	2035 (GW)	Gaz, Kömür ve Nükleer Toplamı İçindeki Pay (%)	Genel Toplam İçindeki Pay (%)
Gaz	35,5	53,0%	18,7%
Kömür	24,3	36,3%	12,8%
Nükleer	7,2	10,7%	3,8%
Genel Toplam	189,7	100,0%	100,0%

Kaynak: TEİAŞ

Yenilenebilir Enerji Kaynaklarından Üretilen Elektrik Miktarı Gelişimi

Kaynak (TWh)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2022/10	2023/10
Hidro	67,1	67,2	58,2	59,9	88,9	78,1	55,9	66,8	60,2	52,7
Rüzgar	11,7	15,5	17,9	19,9	21,7	24,8	31,3	34,9	29,1	27,5
Güneş	0,1	1,0	2,9	7,8	9,2	11,0	13,9	16,9	18,6	16,6
Jeotermal	3,4	4,8	6,1	7,4	9,0	10,0	10,8	11,1	8,4	8,3
Biyokütle	1,8	2,4	3,0	3,6	4,6	5,7	7,8	9,5	7,5	7,3
Toplam	84,1	91,0	88,1	98,7	133,4	129,6	119,8	139,2	123,8	112,5

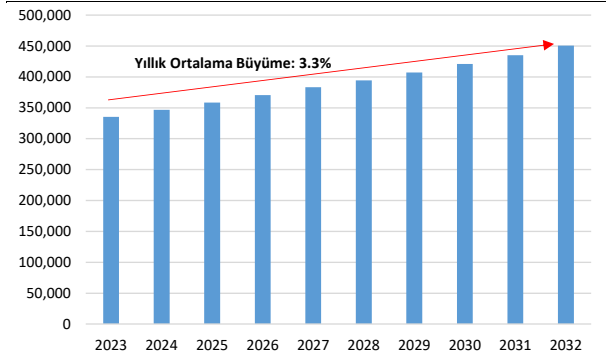
Kaynak: TEİAŞ

Türkiye Ulusal Enerji Planı Çerçevesinde Hedeflenen Kaynak Bazında Elektrik Üretim Miktarı

Elektrik Üretimi (TWh)	2035 (TWh)	Yenilenebilir Kaynaklar İçindeki Pay (%)	Genel Toplam İçindeki Pay (%)
Rüzgar	90,1	32,4%	17,7%
Hidro	87,9	31,6%	17,3%
Güneş	84,0	30,2%	16,5%
Jeotermal ve Biyokütle	16,2	5,8%	3,2%
Yenilenebilir Toplamı	278,2	100,0%	54,8%
Elektrik Üretimi (TWh)	2035 (TWh)	Termik ve Nükleer Toplamı İçindeki Pay (%)	Genel Toplam İçindeki Pay (%)
Termik	173,7	75,7%	34,2%
Nükleer	55,8	24,3%	11,0%
Genel Toplam	507,7	100,0%	100,0%

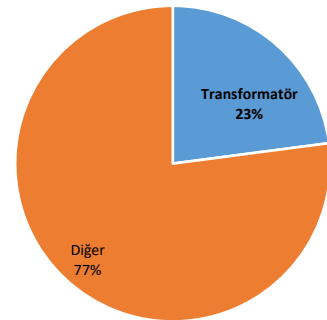
Kaynak: TEİAŞ

TEİAŞ Talep Tahminleri (GWh)



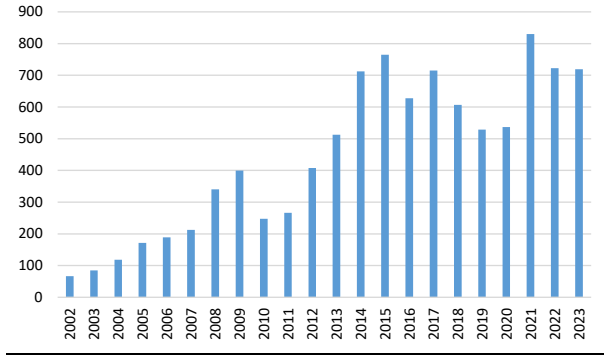
Kaynak: TEİAŞ 2023-2032 talep Tahminleri Raporu

Trafoların TEİAŞ Yatırımlarındaki Payı, 2022



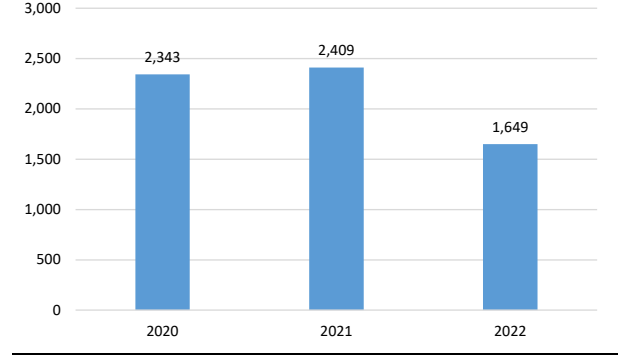
Kaynak: EPDK

TEİAŞ Yatırımları (Milyon USD)



Kaynak: TEİAŞ ve PhillipCapital Araştırma

Elektrik Dağıtım Şirketlerinin Yatırımları (Milyon USD)



Kaynak: EPDK ve PhillipCapital Araştırma

Astor Enerji'nin uzun vadeli büyüme modeli

- Türkiye'nin artan enerji talebi
- Dağıtım verimliliğini artırmak için Türkiye'nin elektrik şebekesinin yenilenmesi
- Ukrayna'nın hasarlı altyapısının, elektrik şebekesinin ve trafolarının yenilenmesi. Ayrıca, şirketin Irak ile devam eden bir iş ilişkisi bulunmaktadır
- 2024 yılı için sipariş defterini şimdiden tamamlandı. Birikmiş iş hacmi ~800 milyon \$

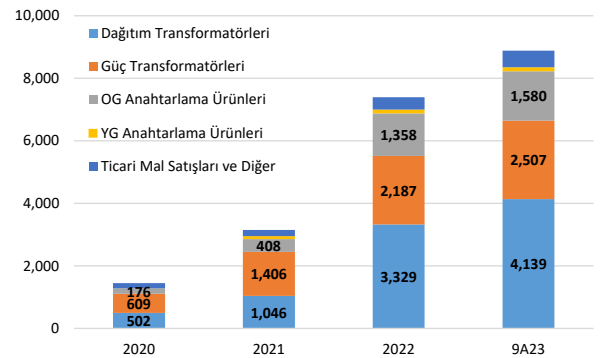
Elektrik üretimi ve dağıtımı için yatırım ihtiyacının hem Türkiye'de hem de yurt dışında güçlü kalmaya devam etmesi beklenmektedir. Türkiye'de elektrik talebinin önümüzdeki on yıl içinde yıllık %3,3 oranında artması beklenmektedir. Aynı zamanda mevcut şebekenin verimliliğini artırmak için de transformatörlere olan talebin ileriye dönük olarak güçlü olması muhtemeldir. Türkiye'nin komşu ülkelerinin de şu anda düzensizlikle karşı karşıya oldukları için elektrik altyapısına yatırım yapmaları gerekiyor. Küresel transformatör pazarının 2032 yılına kadar %7,0'nin üzerinde YBBO ile büyümesinin beklendiği göz önüne alındığında, Türkiye'nin transformatör üreticileri arasında lider bir oyuncu olan Astor Enerji'nin 2024 ve 2025 yıllarında yoğunlaştırılmış yatırım planlarını tamamladıktan sonra 2026 yılından itibaren yaklaşık %8 YBBO büyüme oranından faydalanabileceğini düşünüyoruz.

Şirketin birikmiş iş hacmi 2023YE itibariyle ~800 milyon ABD Dolarına ulaşmıştır. Şirketin sipariş defteri 2024 yılı için tamamlanmış olup, bu da şirketin ürünlerini satmakta herhangi bir sorun yaşamayacağı anlamına gelmektedir.

Şirketin net satış dağılımına baktığımızda, 9A23 itibariyle dağıtım transformatörleri %47 ile en büyük payı alırken, güç transformatörleri net satışların %28'ini, OG anahtarlama ürünleri %18'ini ve YG anahtarlama ürünleri %1'ini oluşturdu.

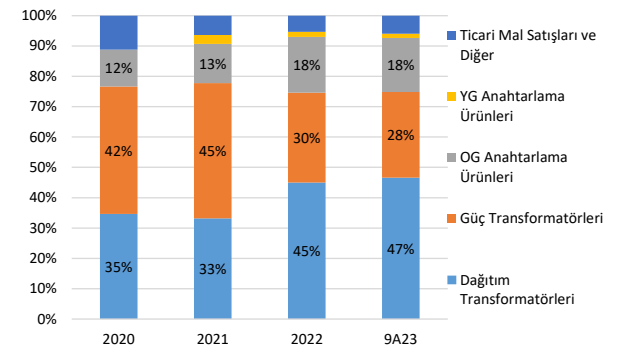
Müşteri grupları açısından net satışlarda en büyük payı %34 ile ihracat pazarları alırken, elektrik dağıtım şirketlerine yapılan satışlar toplam net satışların %15'ini oluşturmaktadır. Satışların %26'sını bayiler, %14'ünü sanayi tesisleri oluştururken, Türkiye Elektrik İletim A.Ş.'ye yapılan satışlar toplamın %10'unu oluşturmaktadır.

Ürün Bazında Ciro Kırılımı (Milyon TL)



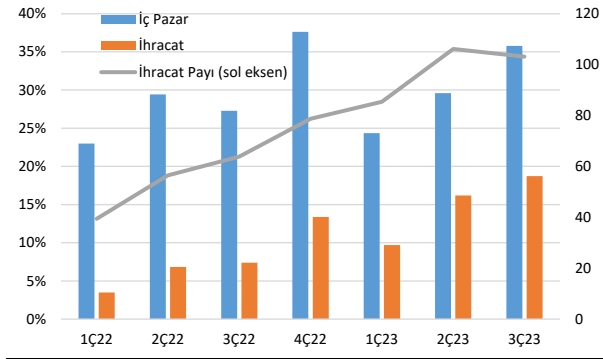
Kaynak: Şirket Verisi

Ürün Bazında Ciro Kırılımı



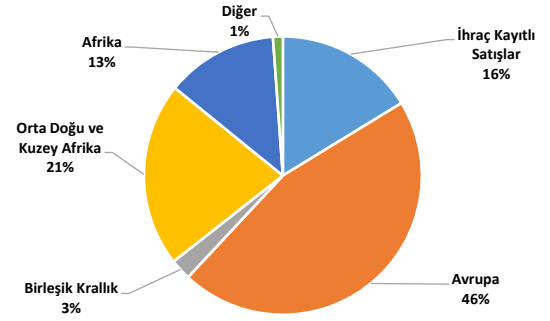
Kaynak: Şirket Verisi

İhracatın Cirodaki Payı Artıyor



Kaynak: Şirket Verisi

Bölgesel Bazda İhracatın Kırılımı, 9A23



Kaynak: Şirket Verisi

Global Markets Insights'a göre, küresel Trafo pazarının büyüklüğü 2022 yılında 54 milyar ABD dolarıydı ve 2032 yılına kadar %7,0'den daha yüksek bir YBBO ile 109 milyar ABD dolarının üzerine çıkması bekleniyor. Avrupa Trafo pazarına gelince, Global Markets Insights'a göre büyüklük 9,5 milyar ABD dolarıydı ve 2032 yılına kadar %8,7 YBBO ile 21,9 milyar ABD dolarına ulaşması bekleniyor. Küresel Güç Trafo Pazarı ise 2022'de 19 milyar ABD dolarıydı ve %6,5'in üzerinde bir YBBO ile 37,5 milyar ABD dolarına ulaşması bekleniyor.

Büyümenin ana itici güçlerinin i) söz konusu altyapı için yenileme talebi, ii) artan altyapı harcamaları, iii) büyük ölçekli yenilenebilir enerji entegrasyonu, iv) artan elektrik talebi, v) güvenilir ve sürekli elektrik için artan talep ve vi) elektrik şebekelerinin genişletilmesine yönelik artan yatırımlar olması beklenmektedir. Avrupa söz konusu olduğunda, talebin ana kaynaklarının yenilenebilir enerjinin artan yayılımı ve mevcut şebeke ağının iyileştirilmesi olması beklenmektedir.

Global Trafo Piyasası Büyüme Tahminleri



Kaynak: <https://www.qminsights.com/industry-analysis/transformer-market>

Avrupa Trafo Piyasası Büyüme Tahminleri



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

Ukrayna'da sekiz bin trafo hasar gördü veya kullanılamaz hale geldi

Rusya ile anlaşma sağlandığında Ukrayna, Astor Enerji için önemli bir ihracat pazarı haline gelebilir. Aşağıda bahsettiğimiz gibi, Ukrayna'daki elektrik şebekesinin yenilenmesi önemli olabilir. Astor Enerji, Mayıs 2023'te 32 milyon ABD Doları tutarında bir satış sözleşmesi imzalamıştır.

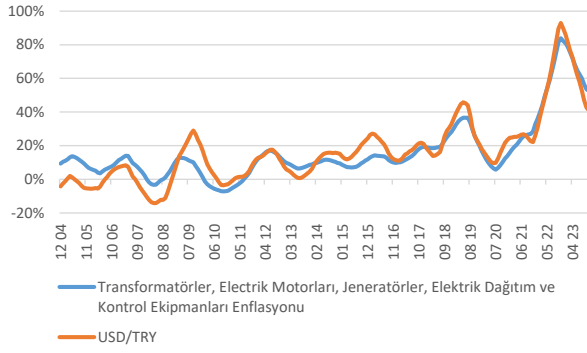
Ukrayna elektrik iletim sistemi, Ukrayna iletim sistemi operatörü (TSO) Ulusal Enerji Şirketi (NEC) "Ukrenergo" tarafından işletilen 23.600 km havai hat ve 110-750 kV gerilime sahip 141 trafo merkezinden oluşmaktadır. İletim trafo merkezlerinin %25'i 24 Şubat 2022 tarihinden önce Rusya tarafından geçici olarak işgal edilen topraklarda, %12'si ise bu tarihten sonra işgal edilen topraklarda yer almaktadır. Rusya'nın iletim sistemi altyapısına yönelik hedefli saldırıları nedeniyle, iletim şebekelerinin yaklaşık %43'ü ve iletim trafo merkezlerinin yaklaşık %50'si tahrip olmuş veya hasar görmüştür. Ukrayna'daki elektrik dağıtım sistemleri, 0,4-150 kV gerilimli 800 bin km'den fazla havai ve kablo hattı ile 32 dağıtım sistemi operatörü (DSO) tarafından işletilen yaklaşık 200.000 6-150 kV trafo merkezini içermektedir. Ocak 2023 başı itibarıyla, binden fazla havai hat (6-150 kV) ve sekiz binden fazla trafo (6-150 kV) sürekli bombardıman ve çatışmalar nedeniyle hasar görmüş veya bağlantısı kesilmiştir (acil durumlar nedeniyle bağlantısı kesilen elektrik altyapısı dahil değildir). 2022'nin başında Ukrayna'da 17,2 milyonu hane halkı ve 0,5 milyonu ticari müşteri olmak üzere 17,7 milyon elektrik tüketicisi vardı. Çatışmaların bir sonucu olarak, elektrik talebi 2021 yılına kıyasla %30-35 oranında azalmıştır.

Satılan malların maliyeti küresel metal fiyatlarından etkilendi

Trafolardeki üretici fiyat enflasyonu kur oynaklığı ile büyük bir korelasyona sahiptir. Üreticilerin kur oynaklığından kaynaklanan maliyeti ürün fiyatlarına kolaylıkla yansıtılabileceği aşîkârdır. Güçlü talep koşulları göz önüne alındığında, Astor Enerji'nin ileriye dönük önemli bir fiyatlandırma sorunuyla karşılaşmasını beklemiyoruz.

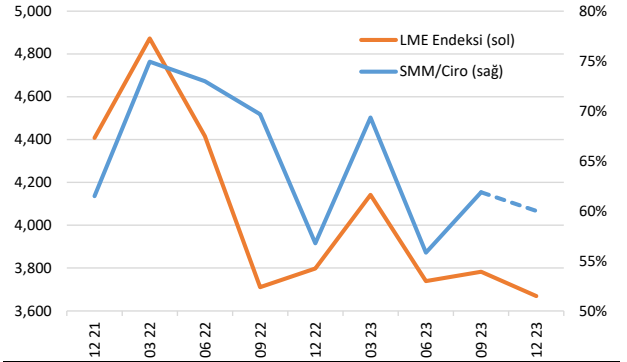
Maliyet çoğunlukla hammadde fiyatlarına dayandığından, küresel metal fiyatlarındaki değişimler ile Maliyet/Gelirler (veya brüt kâr marjı) arasında yüksek korelasyon bulunmaktadır. Bu nedenle, 4Ç23'te beklenenden daha güçlü bir brüt kâr marjı görebiliriz ve bu da kazanç tahminlerimizde yukarı yönlü bir potansiyel yaratabilir. Yavaş küresel ekonomik faaliyet nedeniyle, metal fiyatlarının ileriye dönük olarak baskı altında kalacağını görebiliriz ve bu da bize göre 2024FY'de daha güçlü brüt kâr marjına yol açabilir.

Ürün Fiyatları Kur Volatilesine Hızlı Uyum Sağlıyor



Kaynak: TÜİK, TCMB ve PhillipCapital Araştırma

SMM Metal Fiyatları Korelasyonu Yüksek



Kaynak: Şirket Verisi, Trading Economics ve PhillipCapital Araştırma

Astor Enerji'nin Yatırım Planları

Beklentilerimize göre 2024 ve 2025 yıllarında yaklaşık 110 milyon USD tutarında sıfırdan yatırım gerçekleştirilebilir. Şirket temmuz ayında, 9A23 itibarıyla %97 kapasite kullanımı ile faaliyet gösteren dağıtım transformatörü üretim kapasitesini %60 oranında artırmak için bir yatırım planı açıklamıştı. 9A23 itibarıyla %96 kapasite kullanımı nedeniyle anahtarlama ekipmanlarında da kapasite artışı görülebilir. Şirkete göre mekanik fabrika dağıtım transformatörlerinin %90-95'ine, güç transformatörlerinin %85-90'ına, OG anahtarlama ekipmanlarının %95-100'üne ve YG anahtarlama ekipmanlarının %65-70'ine hizmet vermektedir. Dolayısıyla mekanik fabrikasında da bir kapasite artışı bekliyoruz. Bu yatırımların artan talebi karşılayacağını düşünüyoruz. Şirketin 9A23 sonu itibarıyla 86 milyon USD net nakit pozisyonu bulunuyor ve bu da şirketin yatırım harcamalarını çoğunlukla iç kaynaklardan finanse etmesini sağlıyor. Bu yatırımların aktif hale gelmesini takiben ciroya ~400 milyon USD ilave gelebileceğini tahmin ediyoruz. Trafo ve anahtarlama ekipmanlarında ~%65 kapasite artışı. Şirket, 78 milyon ABD doları tutarındaki yatırım harcamasının ardından, gelirlere 390 milyon ABD doları katkı sağlamasını bekliyor.

- i) **~85 milyon USD yatırım harcaması ve karşılığında ~400 milyon USD ek gelir öngördük.** Dağıtım transformatörlerinde %60 kapasite artışı şirket tarafından zaten açıklanmıştı. Şirketin 2024 yılı siparişleri tamamlandığından, diğer ürün gruplarında da yaklaşık %50-60 kapasite artışı öngörüyoruz. Şirket Ankara Organize Sanayi Bölgesi'nde bir arazi satın aldığı duyurdu. Bu arsanın ~2024 yılında üretim tesisi olarak geliştirileceğini ve tüm ürün gruplarında kapasite artışına yol açacağını düşünüyoruz. Öngörülen bu yatırımlar için ~85 milyon ABD doları yatırım harcaması varsayıyoruz. Buna karşılık ~400 milyon ABD doları ek gelir öngörüyoruz.
- ii) **14MW ilave güneş enerjisi kapasitesi.** Halihazırda 10 milyon USD yatırım yapıldıktan sonra 2023 yılında gelirlere katkısının 2 milyon USD olması beklenmektedir. Şirket tarafından yönlendirilen her 1MW kapasite muhtemelen 28k MWh elektrik üretecektir. Astor Enerji, Bala Güneş Enerjisi Santrali yatırımı sayesinde 67,5 milyon TL tasarruf etmeyi ve kendi ihtiyacının üzerinde elektriği şebekeye satmayı bekliyor. Ayrıca, şirket birkaç yıl içinde karbon pozitif hale gelmeyi ve ihracat potansiyelini artırmayı bekliyor.

Ürün Grubuna Göre Ciroya Katkı

Bala GES Yatırım Verileri	
Kapasite	14 MW
Yatırım Tutarı	10 Milyon USD
Ciroya Katkı	2,2 Milyon USD
Vergi Öncesi Kar	2,0 Milyon USD

Kaynak: Şirket Verisi

- iii) **GIS (gaz izoleli şalt) trafoları üretimi. 25 ABD doları yatırım harcamasının ardından gelirlere 50 milyon ABD Doları katkı beklenmektedir.**

Ürün Grubuna Göre Ciroya Katkı

Yatırıma İlişkin Veriler	
Arsa Alanı	6.000 m ²
Yatırım Maliyeti	25
Ciroya Katkı	USD/Yıl 50
Vergi Öncesi Kar	7,5

Kaynak: Şirket Verisi

Astor Enerji 2020 yılında Çin'den Sieyuan Electric Co Ltd. ile iş birliğine başlamıştır. Astor markası altında 170 kV Yüksek Gerilim Kesicileri için Ar-Ge çalışmaları yapılmış, tasarım ve prototip üretimi gerçekleştirilmiş ve prototip ürün tip testleri 2020 yılı haziran ayında uluslararası laboratuvarlarda tamamlanarak ilk yerli üretici olarak Türkiye Elektrik İletim A.Ş. (TEİAŞ) iletim sistemine dahil edilmiştir.

Her iki şirket geçtiğimiz aralık ayı başında Astor markası altında 170 kV- 245 kV arası "Yüksek Gerilim Gaz İzoleli Hücre Ekipmanı" (GIS) seri üretimi için bir sözleşme imzaladı. Astor Enerji tarafından yönlendirilen sözleşme kapsamında öngörülen yatırım maliyeti, Ar-Ge çalışmaları, teknoloji transferi, arazi, üretim tesisi ve test merkezi inşaatı dahil ~25 milyon ABD dolandır.

Yatırımların 2024'ün ikinci yarısında tamamlanması ve 2025'te tam kapasiteye ulaşılmasıyla, bu üretimin yıllık ~50 milyon ABD doları gelire olumlu katkıda bulunması beklenmektedir.

Katma değeri yüksek ve yatırımcılar için önemli bir maliyet avantajı sağlayan bu ürün grubunun dahil olması sayesinde Astor Enerji'nin mevcut ürün yelpazesi, Türkiye'deki ve yurt dışındaki müşteri portföyünün daha da genişlemesine önemli katkı sağlayacaktır.

GIS Tipi Trafo Merkezleri, Açık Şalt Tipi Trafo Merkezlerine (AIS) kıyasla çok daha küçük bir alana (170 kV AIS Trafo Merkezleri için ~20 bin m², 170 kV GIS Trafo Merkezleri için ise sadece 5 bin m²) kurulabilmekte ve arazi maliyetlerinde/büyükliklerinde önemli tasarruflar sağlamakta, arazi sorunu olan veya maliyetlerin yüksek olduğu yerlerde zorunlu olarak tercih edilmekte ve kullanım alanları gün geçtikçe yaygınlaşmaktadır.

Bu yatırımla;

Giderek yaygınlaşan Gaz İzoleli Trafo Merkezlerinin (GIS) ana ekipmanlarından biri olan GIS tipi güç trafoları Astor Enerji tarafından halihazırda üretilmektedir. GIS Trafo Merkezlerinin diğer ana ekipmanı olan ve henüz Türkiye'de üretilmeyen Yüksek Gerilim Gaz İzoleli Şalt Ekipmanlarının üretimi ile GIS Tipi Trafo Merkezlerinin tesisinde bulunan ana elektrik ekipmanlarının tamamı da üretilmiş olmaktadır.

Söz konusu "Yüksek Gerilim Gaz İzoleli Hücre" de Mobil Trafo Merkezlerinin ana ekipmanları arasında yer aldığından, bu ürünle 170 kV-245 kV Mobil Trafo Merkezlerinin ana elektrik ekipmanlarının tamamı Astor Enerji tarafından üretilmiş olacaktır.

Tahminlerimize göre, bu üç ana yatırım planı 2024 ve 2025 yıllarında gelirlere yaklaşık 400 milyon ABD doları katkı sağlayabilir. Yatırımlar arasında üretim verimliliğini artıracak yeni bir fabrika binası da yer alabilir.

Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Pazarı

Astor Enerji, Haziran 2022 itibarıyla EPDK'dan elektrikli araç şarj ağı işletme lisansı aldı. "Astor Sarj" markası altındaki şirket, 2023 yılında 10 milyon ABD doları yatırım yapmıştır. Soket sayısı Türkiye'nin 37 ilinde 314'e ulaşmıştır. Sektör ve yatırım süreci yeni olduğu için şarj operasyonundan elde edilen gelir ihmal edilebilir düzeydedir ve 2025 yılı itibarıyla önemli hale gelecektir.

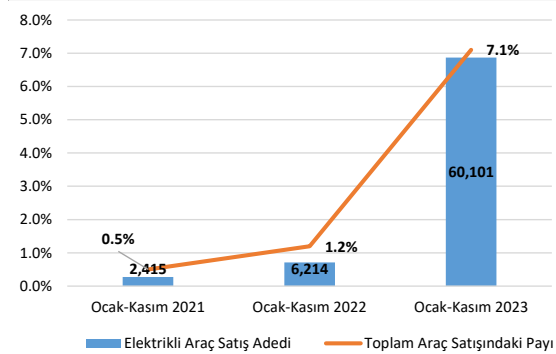
Şirket sadece son kullanıcılara elektrik satıyor. Artan elektrikli araç sayısına paralel olarak istasyon sayısı da hızla artacaktır. Elektrikli araç sayısındaki artışa paralel olarak istasyon sayısı da hızla artacaktır.

Şarj istasyonlarında Astor'un ekipmanları kullanılmaktadır. Bu nedenle şirket, ekipmanlarını şarj istasyonu üreten diğer şirketlere satmaktadır. Bir şarj istasyonunun maliyetinin neredeyse 2/3'ü Astor Enerji'nin ekipmanlarından oluşuyor. Bu işten elde edilen geliri trafo satışından elde edilen gelir altında görüyoruz.

Global Markets Insights'a göre, elektrikli araç şarj istasyonu pazarı 2022 yılında küresel olarak 26,3 milyar ABD dolarına ulaşmıştır ve 2032 yılına kadar %24,7'lik bir YBBO ile 280 milyar ABD dolarının üzerine çıkması beklenmektedir. Global Markets Insights'ın belirttiğine göre, elektrikli araçların benimsenmesindeki hızlanma, emisyonlarla ilgili katı düzenleyici çerçeve ve teknolojik gelişmelerin elektrikli araç şarj istasyonu pazarındaki büyümenin ana itici güçleri olması muhtemeldir. Sektörün önündeki zorluklar ise yüksek kurulum maliyeti ve sağlam bir güç altyapısının bulunmamasıdır.

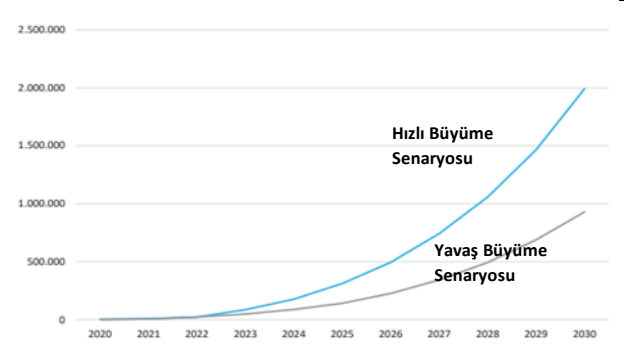
Elektrikli araçlar Türkiye için yenidir, ancak elektrikli araçların sayısı son birkaç yılda önemli ölçüde artmaktadır. ODD'ye göre (Otomotiv Distribütörleri Derneği) Ocak-Kasım 2023 döneminde 60.101 adet elektrikli araç satılmıştır; bu rakam bir yıl önce sadece 6.214 idi. Böylece elektrikli araçların toplam otomobil satışları içindeki payı bir yıl önce %1,2 iken Ocak-Kasım 2023'te %7,1'e ulaştı. Türkiye'nin otomobil üretiminde kendi markası olan TOGG, elektrikle çalışacak ve seri üretim 2024 yılından itibaren hızlanacak. Ayrıca hem merkezi hükümet hem de yerel belediyeler toplu taşıma için elektrikli araç kullanımına öncelik vermiştir. Bu nedenle, elektrikli araç şarj istasyonlarına olan ihtiyaç önümüzdeki yıllarda önemli ölçüde artacaktır.

Türkiye'de Elektrikli Araç Satışları



Kaynak: ODMD

Türkiye'de Elektrikli Araç Satış Projeksiyonu



Kaynak: Sabancı Üniversitesi İstanbul Uluslararası Enerji ve İklim Merkezi

Global Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Büyüme Tahminleri

Elektrikli Araç Şarj İstasyonu Piyasası



Küresel İstatistikler

Piyasa Büyüklüğü (2022) **YBBO (2023-2032)** **Piyasa Büyüklüğü (2032)**

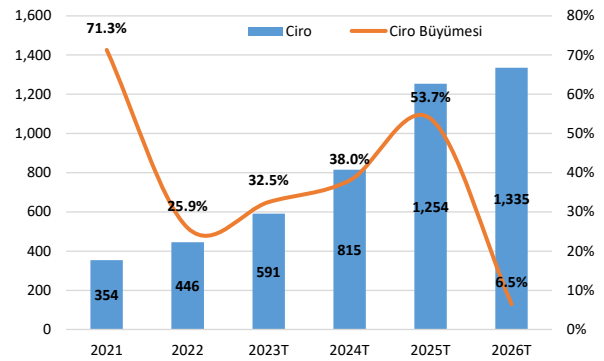
\$26 Milyar **>24,5%** **>\$280,5 Milyar**

Büyüme Faktörleri

- Elektrikli Araç (EV) Kullanımında Artış**
- Emisyonlarla İlgili Sıkı Düzenleyici Çerçeve**
- Teknolojik Gelişmeler**

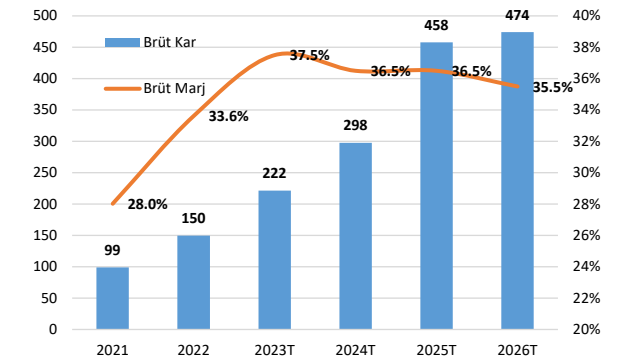
Kaynak: <https://www.gminsights.com/industry-analysis/electric-vehicle-charging-station-market>

Ciro Tahminleri, Milyon \$



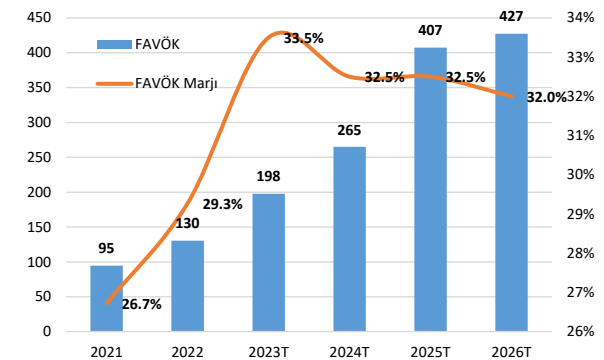
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Brüt Kar Tahminleri, Milyon \$



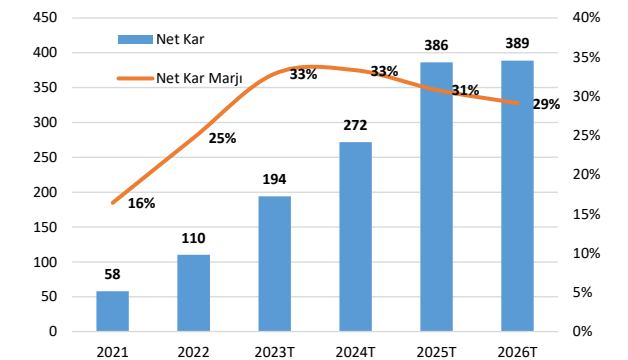
Kaynak: PhillipCapital Araştırma

FAVÖK Tahminleri, Milyon \$



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Net Kar Tahminleri, Milyon \$



Kaynak: PhillipCapital Araştırma

Rapor Metodolojisi

Bir hissenin hedef değeri, performans dönemimiz olan 12 aylık süre sonunda, analistin ulaşmasını beklediği değeri ifade eder.

Endeks Üzeri Getiri (EÜ)

Eğer şirket için bu karar verilmişse, hissede orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha iyi bir getiri beklendiğini gösterir. Elbette bu karar hissenin yükseleceğini veya endeks üzerinde getiri sağlayacağını garanti etmez. Rapor yayımlandıktan sonra olabilecek her türlü konjonktür değişimi, makro ekonomideki gelişmeler, dünya ekonomilerindeki gelişmeler, şirket hakkında çıkan bir haber bu kararımızı değiştirebilir.

Endekse Paralel Getiri (EP)

Eğer ilgili hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararı verilmişse, bunun çeşitli sebepleri olabilir. Şirketin son verileri, geleceğe ilişkin tahminler konusunda geçmişe göre önemli farklılıklar göstermeyeceğini veriyorsa bu karar verilmiş olabilir. Şirketin hisse fiyatı değerlemeler açısından olması gereken fiyata yakın seviyelerde olabilir. Bir hisse için “Endekse Paralel Getiri” kararının verilmiş olması bu hissenin aşağı ya da yukarı yönlü hareket yapmayacağı anlamına gelmez. Genellikle bu karar verilen hisselerde orta ve uzun vadede endekse paralel bir getiri elde edilmesinin beklendiğini gösterir. Fakat, gelecek her yeni haber, konjonktür değişimi bu kararı değiştirebilir.

Endeks Altında Getiri (EA)

Bir hisse için “Endeks Altında Getiri” kararı verilmişse, orta ve uzun vadede endekse kıyasla daha zayıf bir getiri beklendiğini gösterir. “Endeks Altı Getiri” kararı verilmiş olsa dahi ilgili hisse senedinin kısa vadeli tepki yükselişleri yapabileceği veya teknik göstergelerinin kısa vadeli alım sinyali vermiş olması mümkündür. Bazı durumlarda, aslında orta ve uzun vadede hisse senedinden getiri beklenmiyor olsa da önemli bir haber, geçici bir kar artış haberi, ya da kısa vadede fiyatın olumlu bir seyir izlemesine neden olacak gelişmeler olduğunda da kısa vadeli “Endeks Üzeri Getiri” veya “Endekse Paralel Getiri” sağlanabilir.

PhillipCapital analistleri, şirketlerle ilgili gelişmelere paralel olarak değerlemelerini gözden geçirir ve gerekli görüldüğü anlarda hisselerle ilgili tavsiyelerini değiştirebilirler. Bununla beraber, bazı zamanlarda, bir hissenin hedef getirisi, fiyatlardaki dalgalanmalara bağlı olarak, öngördüğümüz derecelendirme aralıklarının dışına çıkabilir. Bu gibi durumlarda, analist tavsiyesini değiştirmeyebilir.

Yasal Uyarı

“Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir. Yatırım danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak yatırım danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Burada yer alan yorum ve analizler genel niteliktedir. Bu tavsiyeler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanılarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Tüm yorum ve tavsiyeler; öngörü, tahmin ve fiyat hedeflerinden oluşmaktadır. Zaman içinde piyasa koşullarında meydana gelen değişiklikler nedeniyle söz konusu yorum ve tavsiyelerde değişikliğe gidilebilir. Bu rapordaki tüm görüş ve bilgiler önceden haber verilmeksizin değiştirilebilir. Raporda yer alan bilgi ve veriler, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan derlenmiş olup, doğrulukları ayrıca araştırılmamıştır. Bu nedenle, bu bilgilerin tam veya doğru olmaması nedeniyle doğabilecek zararlardan PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş. ve çalışanları sorumlu değildir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından PhillipCapital hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, PhillipCapital ve tüm çalışanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur.

Sunulan yorum ve tavsiyelerin objektifliğini etkileyebilecek nitelikte bilinen herhangi bir ilişki ve koşul bulunmamakta olup, gerek Şirketimiz gerekse müşterileri arasında doğabilecek önemli çıkar çatışmalarına yol açmayacak şekilde hazırlanması için azami dikkat ve özen gösterilmiştir.

Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Bu raporun tümü veya bir kısmı PhillipCapital Menkul Değerler A.Ş.’nin yazılı izni olmadan çoğaltılamaz, yayınlanamaz veya üçüncü kişilere gösterilemez, ticari amaçla kullanılamaz.”