

Astor Enerji

Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge

Astor Enerji'yi %93 Potansiyel Getiri 181,00 TL Hedef Fiyat ile Hisse Önerileri Listemize Ekliyoruz.

Astor, En Büyük, En Karlı ve En Hızlı Büyüyen Transformatör Üreticilerinden Birisi

1983 yılında kurulan Astor, %14 yurt içi ve %9 ihracat pazar payıyla Türkiye'nin en büyük ve en hızlı büyüyen transformatör/şalt malzeme (elektrik devrelerinin kontrolünü yapan, devrelerin korunmasını sağlayan ve bu devrelerin anahtarlanması için kullanılan malzeme) üreticilerinden biridir. Şirket, kendisini enerji altyapı pazarında büyük bir oyuncuya dönüştürüyor. Astor'un evrimi, 2013 yılına kadar dağıtım transformatörleri üretmekten, çeşitli segmentlere kapsamlı bir genişlemeye ve ürün portföyünün çeşitlendirilmesine doğru bir dönüşümle belirlendi. Şu anda şirket, tüm enerji altyapı pazarına ekipman ve hizmet vermektedir.

Şirket, 2019 ile 2023 arasında dolar cinsinden %31 gelir artışı (Yıllık Bileşik Büyüme Oranı (YBBO)) ve %35 FAVÖK marjı ile sektör içinde önemli büyüme rakamlarına ulaştı. İleriye dönük projeksiyonlarda, şirketin 2030 yılına kadar sabit marjlarla %20 dolar cinsinden YBBO sağlamasını bekliyoruz. Beklediğimiz çift haneli YBBO Avrupalı üreticilerle karşılaştığımızda (Siemens, ABB ve Schneider) makul seviyelere işaret etmektedir.

Arz Sıkıntısı Fiyatların Artmasına Ve Teslim Sürelerinin Uzamasına Neden Oluyor

Transformatör altyapısı ABD ve Avrupa'da genel olarak 1950—1970 yılları arasında kurulmuştur. Transformatörler enerji şebekelerinin vazgeçilmez ekipmanları arasında yer almaktadır. Yeni elektrik üretim tesislerinin kurulumu, transformatörlere olan talebi arttırmıştır. Mevcut kurulu transformatörler 60 yıllık tasarım ömrüne ulaşmıştır. Önümüzdeki dönemde onlarca yıl sürebilecek bir değiştirme programı beklentisi oluşmaktadır.



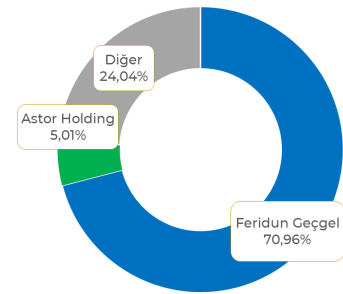
AL

Kapanış Fiyatı: 93,80

Hedef Fiyat: 181,00

Potansiyel Getiri: %93

Hisse Bilgileri	
Sektör	Enerji
Bloomberg Hisse Kodu	ASTOR TI
Fiyat TL (30.04.2024)	93,8
52-hafta fiyat aralığı (TL)	41 - 145
Piyasa Değeri (TL mn)	93.612
Piyasa Değeri (USD mn)	2.897
Hisse Sayısı (mn)	998
Firma Değeri (TL mn)	91.677
Firma Değeri (USD mn)	2.838
Net Borç (TL mn)	-1.935
Net Borç (USD mn)	-60
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (TL mn)	2.016,8
3 aylık ortalama günlük işlem hacmi (USD mn)	64,2
3A OİH/Piyasa Değeri (%)	2,2



Araştırma

+90 (212) 700-2627

+90 (212) 700-2628

arastirma@infoyatirim.com.tr

Astor Enerji



Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge

Günümüzde transformatör pazarında ciddi bir arz sıkıntısı yaşanıyor. Pandemi öncesindeki teslimat süreleriyle kıyaslandığından süre 9 aydan 40 aya kadar uzamıştır. Arz/talep dengesizliğine bağlı oluşan bu durum da transformatör fiyatlarının 2020'den bu yana ~%60 dolar cinsinden artmasına neden olmuştur. Transformatörlere artan talebin ve oluşan arz sıkıntısının sebepleri olarak;

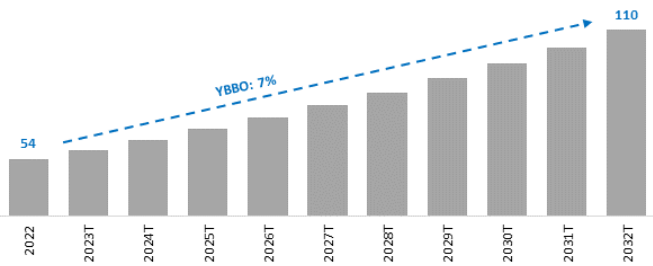
Ülkelerin temiz enerjiyi elektrik şebekelerine entegre etmeye başlamalarıyla, yenilenebilir enerjiye olan talebin artması,

Ulaştırma sektörünün elektrifikasyonu, elektrikli araç şarj altyapısının kurulması ve dağıtım ağında iyileştirmeler yapılması gereksinimleri,

Tedarikçilerin kapasite artırım yatırımları için talebin devamlılığında emin olmak istemeleri sayılabilir.

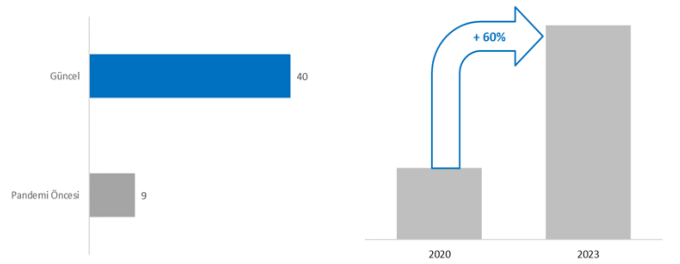
1980'lerden 2000'lerin sonlarına kadar konsolidasyona uğrayan transformatör pazarı, gelişmiş finansal ve teknolojik yeteneklere sahip sınırlı sayıda bir üretici grubunun ortaya çıkmasına neden oldu. Artık kamu hizmet şirketlerinin sorumluluğunda olan bu üreticiler, artan küresel talep nedeniyle tamamen dolu üretim slotları ve daha yüksek marjlar ile çalışıyor. Marjların yüksek olması ve kapasite artırımı için talebin devamlılığında emin olmak istenmesi, yeni yatırım yapılması konusunda motivasyonları azaltıyor, üretim kalitesi ve finansal istikrarı riske atıyor.

Global Transformatör Pazarı (US\$ mr)



Kaynak: Global Market Insights

Teslimat süreleri (ay) ve Global Transformatör Fiyatları



Kaynak: Wood McKenzie ve PTR

Tedarik zinciri zorluklarının nedeni, ABD'deki yerel transformatör üretim üssü boyutlarının nispeten küçük olmasıdır. Son 50 yılda sektörden çekilme ve konsolidasyon hareketleri, ABD'de talebin yalnızca %20'sinin yurt içi arzla karşılanabildiği bir ortam yarattı. Birçok büyük yüksek gerilim transformatörünün siparişe özel yapısı, tedarik zinciri uzunluğunun etkisini daha da artırıyor. Büyük OEM'ler pandemiye ek olarak malzeme, ekipman ve vasıflı işgücü eksikliğinin de daha uzun teslim sürelerine sebebiyet verdiğini belirtmektedirler.

Astor Enerji

Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge



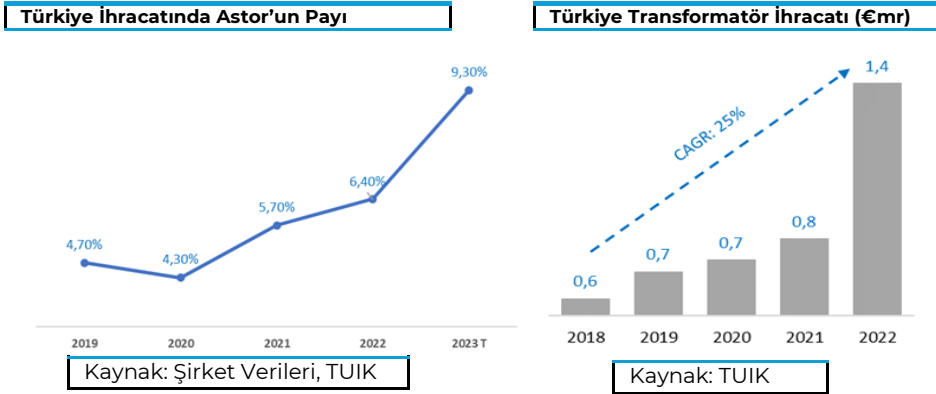
Belirtilen bu faktörlerin etkisi ile küresel yenilenebilir projelerin yaklaşık %25'inin yalnızca transformatör teslim süreleri nedeniyle gecikme riskiyle karşı karşıya kaldığı söylenebilir.

Hali hazırda daha iyi marjlar ve risk/getiri görünümü nedeniyle az sayıda tedarikçi, Son 50 yılda sektörden çekilme ve konsolidasyon hareketleri, ABD'de talebin yalnızca %20'sinin yurt içi arzla karşılanabildiği bir ortam yarattı. Siemens gibi bazı tedarikçiler rezervasyon ücreti almaya başladı..

Yenilenebilir projelerdeki artış, ulaşımdaki artan elektrifikasyon ve yaşlanan şebekeler, önümüzdeki 10 yılda iki katına çıkması beklenen 54 milyar dolarlık küresel transformatör pazarındaki ana büyümenin en önemli etkenleri arasında yer alıyor.

Türk Üreticiler, İthalatın 2018'den Bu Yana %21'lik YBBO ile Arttığı Avrupa Ülkelerinde Önemli Bir Pazar Payı Elde Ediyor

Avrupa'nın trafo ithalatı, 2018'den bu yana %21'lik kayda değer bir YBBO kaydederek pazarda ciddi bir açık oluşmasına neden oldu. Türk üreticiler bu fırsattan yararlanarak 2018'de %2 olan pazar paylarını, 2023'te %3'e çıkardı. Çin hariç (Avrupa'nın transformatör ithalatının ~%55'i), Türk üreticiler, pazar payını aynı dönemde %4'ten %9'a çıkardı.



Astor, 2019'dan Bu Yana İhracat Pazar ASTOR Enerji Payını İki Kattan Fazla Artırdı

Astor, 4 yılda Türkiye ihracatındaki pazar payını %5'ten %11'e çıkararak euro bazında %54 ihracat büyümesi elde etti. Sonuç olarak, Astor'un konsolide gelirleri içinde önceki yıllarda ~%20 olan ihracat payı 2023'te %34'e yükseldi.

İndirgenmiş Nakit Akımı (İNA) Yönetimiyle Gerçekleştirdiğimiz Modelimizde Hedef Fiyatımız %93 Artış Potansiyeli Sunuyor

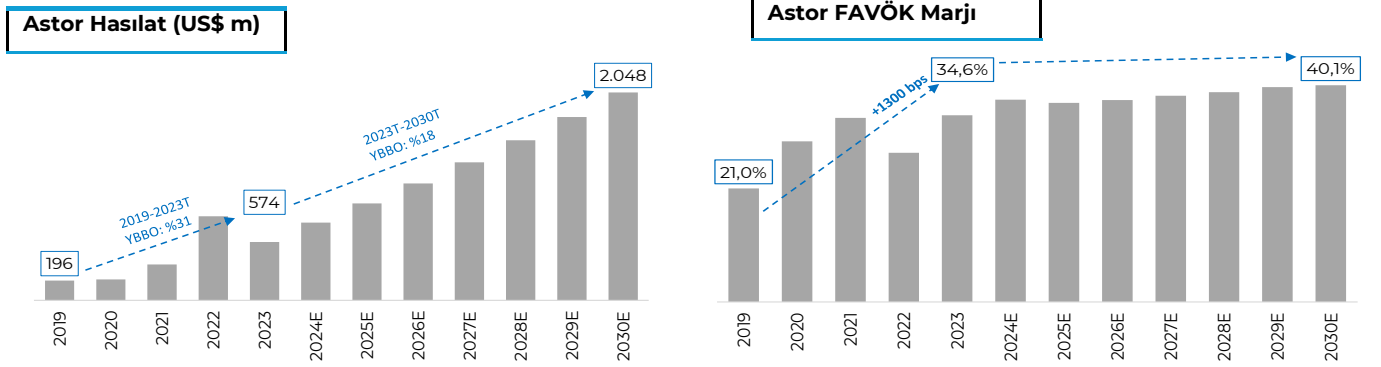
Astor Enerji hedef fiyatını hesaplariken dolar cinsinden İNA analizi gerçekleştirdik. İNA analizi değerlendirme sonucunda %93 potansiyel ile **181,00 TL** hisse hedef fiyatına ulaştık.

Astor Enerji



Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge

Astor şu anda 2024T F/K dolar bazında 12,8x seviyesinde işlem görüyor. Uluslararası benzer şirketler ise ~25x'ten işlem görüyor. Bu da ~%50'lik yukarı yönlü bir potansiyel anlamına geliyor. Astor'un, **i)** hasılat olarak önümüzdeki iki yılda dolar cinsinden yaklaşık 2 kat daha yüksek YBBO ve **ii)** Türkiye'nin yüksek risk primine rağmen 2 kattan fazla FAVÖK marjı nedeniyle uluslararası emsallerine göre daha büyük potansiyeli olduğunu, önümüzdeki dönemde şirketin, uluslararası emsalleriyle aynı ciro büyümesi ve FAVÖK marjı oluştursa bile, mevcut seviyelerde sağlam bir risk/getiri profiline sahip olduğunu düşünüyoruz.



Riskler:

i) Son zamanlardaki olumlu eğilimlere rağmen sürdürülebilir büyümedeki belirsizlik, **ii)** artan rekabet ve potansiyel pazar riskleri, **iii)** hammadde tedariki ve para birimindeki uyumsuzluk.

Değerleme Metodu

Astor için aşağıdaki varsayımları kullanarak dolar cinsinden İNA analizine dayanarak değer tespiti gerçekleştirdik: %7,5 risksiz oran, %5,5 özsermaye risk primi, 0,9x beta, %11,2 ağırlıklı ortalama sermaye maliyetine yol açan %8,5 borç maliyeti ve %2,5 nihai büyüme oranı. %7,5 risksiz faiz oranı varsayımımız, son altı ayda ortalama %4,5 olan ABD 10 yıllık faiz oranlarına ve 300 baz puan olan bir aylık ortalama Türkiye 5 yıllık CDS'ne dayanmaktadır. Aynı zamanda bir aylık ortalama Türkiye 10 yıllık ABD Doları cinsinden Eurobond faiz oranları ile de uyumludur. Türkiye için özsermaye risk primini, risk profiline uygun olarak %5,5 olarak belirledik. Beta için halka arzdan bu yana Astor'un gerçekleşen betası olan 0,9x'i kullandık. Borç maliyetini risksiz getiri üzerine 100 baz puan olarak belirledik. Borç oranı olarak ise 2024E ile 2030E arasında ortalama %20 borç ağırlığı öngörüyoruz. Uç değer büyüme için, sektörün hacim/fiyatlandırma performansı/görünümü göz önüne alındığında ihtiyatlı olabilecek %2,5'lik bir büyüme oranı baz aldık. Hedef değerimize araç şarj istasyonlarının ve 200MW güneş enerjisi lisansının defter değerini de ekliyoruz. İNA analizimiz, %93 artış potansiyeli ile **181,00 TL** hisse hedef fiyatına işaret ediyor. Bu nedenle Astor değerlendirmemizi **AL** notu ile sonuçlandırıyoruz. Özet İNA değerlememiz aşağıdaki tabloda yer almaktadır.

Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge

Gelir Tablosu												
(USD mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Hasılat	196	206	354	829	574	767	955	1.152	1.360	1.578	1.807	2.048
Satışların Maliyeti	-152	-145	-255	-577	-354	-475	-589	-701	-815	-938	-1.059	-1.197
Brüt Kar	44	60	99	252	220	292	366	451	544	640	748	851
Faaliyet Giderleri	-7	-11	-12	-42	-34	-44	-53	-63	-74	-84	-96	-107
Net Esas Faaliyet Karı	37	49	87	210	186	248	312	387	471	556	653	744
Diğer Faaliyetlerden Gelir/Gider	-2	4	26	11	2	25	21	19	19	20	19	21
Esas Faaliyet Karı	35	53	113	221	188	273	333	407	489	575	672	765
Finansal Gelir/Gider	-12	-21	-51	-21	19	30	50	57	65	63	64	76
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Öncesi Karı	23	32	62	200	206	304	382	463	553	637	735	841
Sürdürülen Faaliyetler Vergi Geliri	0	0	-4	-15	-26	-65	-83	-98	-115	-132	-149	-172
Net Kar	22	32	58	186	192	199,736	267,459	323	384	443	511	582
Düzeltilmiş FAVÖK	41	61	121	229	198	287	352	430	519	612	718	822

Bilanço												
(USD mn)	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T
Dönen Varlıklar	141	155	192	455	443	572	746	954	1.066	1.191	1.372	1.553
Nakit ve Nakit Benzerleri	16	31	23	45	57	181	280	405	431	466	553	634
Ticari Alacaklar	83	58	107	227	201	219	273	330	389	451	517	586
Stoklar	31	47	42	114	51	98	121	144	168	193	218	246
Peşin Ödenmiş Giderler	7	11	13	56	83	26	25	29	33	37	43	43
Diğer	4	9	8	13	50	53	55	58	60	63	65	68
Duran Varlıklar	76	74	53	175	194	161	169	185	209	235	269	296
Uzun Vadeli Yatırımlar	0	0	0	3	9	9	9	9	9	9	9	9
Peşin Ödenmiş Giderler	0	0	0	3	22	0	0	0	0	0	0	0
Maddi / Maddi Olmayan Varlıklar	73	71	48	148	145	132	137	151	172	195	226	251
Diğer	2	3	4	21	18	21	23	26	28	31	33	36
Toplam Kaynaklar	217	229	245	631	637	735	910	1.119	1.234	1.360	1.542	1.717
Kısa Vadeli Yükümlülükler	111	107	141	258	217	249	283	316	349	383	425	466
Finansal Yükümlülükler	19	54	83	99	36	31	26	21	16	11	6	1
Ticari Borçlar	74	38	36	83	57	71	88	104	121	140	158	178
Ertelenmiş Gelirler	17	11	16	55	113	136	158	180	201	221	251	276
Diğer	1	4	6	21	11	11	11	11	11	11	11	11
Uzun Vadeli Yükümlülükler	50	46	20	16	4	1	1	1	1	1	1	1
Finansal Yükümlülükler	49	45	19	14	3	0	0	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Diğer	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1	1
Özsermaye	56	76	84	357	416	479	617	791	872	962	1100	1232
Toplam Yükümlülükler & Özsermaye	217	229	245	631	637	735	910	1.119	1.234	1.360	1.542	1.717

Büyüme ve Değer Arasında Sağlam Bir Denge

\$m	2019	2020	2021	2022	2023	2024T	2025T	2026T	2027T	2028T	2029T	2030T	
Hasılat	196	206	354	829	574	767	955	1.152	1.360	1.578	1.807	2.048	
- Büyüme		5,3%	72,1%	133,9%	-30,7%	33,5%	24,5%	20,7%	18,0%	16,0%	14,5%	13,3%	
FVÖK	37	49	87	210	186	248	312	387	471	556	653	744	
- Marj	18,7%	24,0%	24,6%	25,3%	32,4%	32,3%	32,7%	33,6%	34,6%	35,2%	36,2%	36,5%	
Düzeltilmiş FAVÖK	41	61	121	229	198	287	352	430	519	612	718	822	
- Büyüme		49,0%	97,0%	89,7%	-13,3%	44,6%	22,5%	22,4%	20,6%	18,0%	17,3%	14,4%	
- Marj	21,0%	29,7%	34,0%	27,6%	34,6%	37,4%	36,8%	37,3%	38,2%	38,8%	39,8%	40,1%	
Amortisman	5	12	34	19	12	39	39	43	48	56	66	78	
(+) Vergi	-8	-11	-19	-46	-47	-62	-78	-97	-118	-139	-163	-186	
İşletme Sermayesi	31	67	110	262	187	137	218	268	321	369	421		
/ Hasılat	15,9%	32,4%	31,2%	31,6%	32,6%	17,8%	18,1%	18,9%	19,7%	20,3%	20,4%	20,6%	
(-) İşletme Sermayesi Değişimi		36	44	152	-75	-51	36	45	49	53	49	52	
(-) Yatırım Harcamaları	12	21	22	24	62	44	53	62	72	84	94	108	
Serbest Nakit Akımı							232	184	226	280	337	413	476
/FAVÖK							80,7%	52,4%	52,5%	53,9%	55,0%	57,5%	58,0%
İskonto							1,0	1,1	1,2	1,4	1,5	1,7	1,9
İskontolu Serbest Nakit Akımı							232	166	183	203	220	243	251
Risksiz Faiz Oranı					7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	
Beta					0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9	
Özsermaye Risk Oranı					5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
Özsermaye Maliyeti					12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%	
Borç Maliyeti					8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	
Borç/Özsermaye					20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	
Vergi Oranı					25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	25%	
AOSM					11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	11,2%	
Sabit Büyüme Oranı												2,5%	
2023T-27T Nakit Akımı Değeri												1.497	
Uç Değer												2.950	
Firma Değeri												4.447	
(+) Yenilenebilir Enerji Yatırımlarının Net Bugünkü Değeri												60	
(+) Araç Şarj İstasyonlarının Defter Değeri												10	
(+) Net Nakit (31.12.2023)												27	
Piyasa Değeri												4.544	
Hedef Fiyat (\$)												4,6	
2024 Yılı sonu \$/b Tahmini												39,8	
Hedef Fiyat (TL)												181	
Son Kapanış Fiyatı												93,80	
Potansiyel Getiri												93%	

Çünkü: Bu raporda yer alan her türlü bilgi, değerlendirme, yorum, istatistikî şekil ve bilgiler hazırlandığı tarih itibarı ile mevcut piyasa koşulları ve güvenilirliğine inanılan kaynaklardan elde edilerek derlenmiştir ve Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından genel bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. Sunulan bilgilerin doğruluğu ve bunların yatırım kararlarına uygunluğu tarafımızca garanti edilmemektedir. Bu bilgiler belli bir getirinin sağlanmasına yönelik olarak verilmemekte olup alım satım kararını destekleyebilecek yeterli bilgiler burada bulunmayabilir. Burada yer alan yorum ve tavsiyeler, yorum ve tavsiyede bulunanların kişisel görüşlerine dayanmaktadır. Herhangi bir yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi olarak yorumlanmamalıdır. Bu görüşler mali durumunuz ile risk ve getiri tercihlerinize uygun olmayabilir. Sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir. Bu nedenle bu sayfalarda yer alan bilgilerdeki hatalardan, eksikliklerden ya da bu bilgilere dayanılarak yapılan işlemlerden, yorum ve bilgilerin kullanılmasından doğacak her türlü maddi/manevi zararlardan ve her ne şekilde olursa olsun üçüncü kişilerin uğrayabileceği her türlü doğrudan ve/veya dolaylı zararlardan dolayı Info Yatırım Menkul Değerler A.Ş. ile bağlı kuruluşları, çalışanları, yöneticileri ve ortakları sorumlu tutulamaz. Burada yer alan yatırım bilgi, yorum ve tavsiyeleri yatırım danışmanlığı kapsamında değildir.