

Astor Enerji

AL

İzleme Listesine Ekleme

Fırsat penceresi uzun süre açık kalabilir

ASTOR hisseleri'ni AL tavsiyesi ile takip listemize ekliyoruz. Uluslararası benzer şirket çarpanları ve İNA analizine eşit ağırlık verdiğimiz değerlendirme sonucunda elde ettiğimiz, hisse başına 133.6 TL'lik 1 yıllık fiyat hedefimiz %30 artış potansiyeline işaret ediyor.

Hisse, yabancı benzer şirketlerin medyan değerleri olan 12,6x ve 11,2x 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla sırasıyla 10.6 ve 8.6x 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte. Astor'un, 2024-2026 dönemi için öngördüğümüz %26'lık FAVÖK YBBO'su dikkate alındığında, yabancı benzerlerin %16'lık medyan YBBO'sunu aşan güçlü büyüme performansı nedeniyle, özsermaye maliyetleri arasındaki farkı dikkate almamızda dahi, yüksek çarpanlarda işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

Astor, Türkiye'nin önde gelen transformatör üreticilerinden biridir. İhracat gelirleri, şirketin toplam gelirlerinin %34'ünü oluşturmakta ve orta vadede bu oranın %50'ye yükselmesi hedeflenmektedir. ASTOR'u cazip kılan faktörler: gelecekteki yatırımlar için kaynak oluşturacak orta vadede güçlü öngörülebilen ve büyüyen nakit akımı, dolar bazlı iş modeli, verimli ve rekabetçi üretimi, ve sağlam bilanço yapısı olarak sayılabilir.

Türkiye ve şirketin ana ihracat pazarları olan Avrupa ve Orta Doğu dahil olmak üzere dünya genelinde artan enerji altyapı yatırımları ihtiyacı ve küresel tedarik darboğazları ve kapasite kısıtlarının sebep olduğu uzun teslimat süreleri göz önüne alındığında, şirketin verimli, büyük, esnek ve düşük maliyetli bir üretici olarak oldukça sağlam bir iş modeline ve güçlü bir pazar konumlanmasına sahip olduğu görülmektedir.

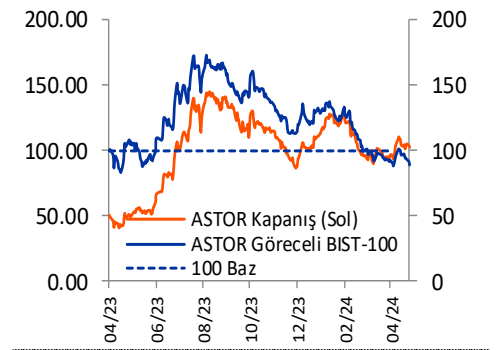
Enflasyon muhasebesinin stoklardaki düzeltme nedeniyle faaliyet kar marjlarındaki olumsuz etkisinin azalması devam etmesini bekliyoruz. Nitekim bu etki yüksek faaliyet kar marjına sahip olması nedeniyle Astor'da diğer birçok şirkete göre daha sınırlı olmaktadır. Öte yanda şirket düşük borçluluğu ve yüksek özkaynakları nedeniyle parasal zarar kaydetmeye devam edebilir. Öte yandan, bu durumu sınırlı da olsa bir vergi avantajı sağladığından değerlendirme açısından olumlu görüyoruz.

Yükselme Potansiyeli 30%

Fiyat Bilgileri	TL
Kapanış	102.50
12 Aylık Hedef Fiyat*	133.61
12 Aylık Önc.Hedef Fiyat	133.61
Piyasa Değeri (mn)	102,295
Halka Açık PD (mn)	24,571
Ort. İşlem Hacmi (3Ay)	
Hisse sayısı (Adet mn)	998
Takas Saklama Oranı (%)	24
Yabancı Oranı (%)	9

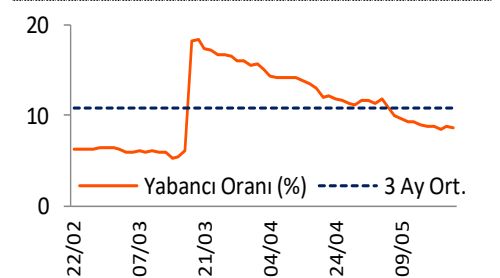
Fiyat Perf. (%)	1 Ay	Yılıçi	12 Ay
TL	7.9	8.7	102.4
ABD \$	9.1	-0.5	24.7
BIST-100 Relatif	-4.0	-25.5	-17.0
Çarpanlar	2022	2023	2024
F/K	a.d.	20.3	16.6
PD/DD	14.0	7.6	5.6
FD/FAVÖK	25.3	15.8	10.6

Fiyat / BIST-100'e Göreceli Fiyat



52 Hafta Fiyat Aralığı (₺) 0.00 0.00

Yabancı Oranı (%) Cari (%) : 8.74



Ozgur Safak Acikalin

oacikalin@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 14

Emin Yetkin Ertürk

eyerturk@isyatirim.com.tr

+90 212 350 25 04

Astor Enerji

Ortaklık Yapısı (%)	Faaliyet Konusu
Feridun Geçgel	70.96 Transformatör imalat ve satışı.
Diğer	24.03

Astor Holding A.Ş. 5.01

Gelir Tablosu (mn \$)	2022G	2023G	2024T	2025T	Bilanço (mn \$)	2022G	2023G	2024T	2025T
Net Satış Gelirleri	468	575	828	1,029	Dönen Varlıklar	290	443	535	692
Brüt Kar (Zarar)	142	220	327	401	Nakit ve Nakit Benzerleri	29	105	115	188
Operasyonel Giderler	24	34	39	47	Ticari Alacaklar	144	201	253	314
Esas Faaliyet Karı	118	186	288	354	Stoklar	72	51	78	98
Faal. Diğer Gelirler (Giderler)	6	1	5	6	Diğer Dönen Varlıklar	44	85	89	92
Özkaynak Yönt. Değ. Yat. K (Z)	0	0	0	0	Duran Varlıklar	112	194	241	251
Net Yatırım Gelirleri (Giderleri)	6	9	18	22	Ticari Alacaklar	0	0	0	0
Net Finansman Gelir (Gideri)	-53	-19	-56	-90	Özkaynak Yönt. Değ. Yat.	0	0	0	0
Vergi Öncesi Kar (Zarar)	138	220	255	292	Maddi Duran Varlıklar	48	100	144	152
Vergi Giderleri (Gelirleri)	8	22	64	73	Maddi Olmayan Duran Varlıklar	12	45	45	45
Azınlık Payları	0	0	0	0	Diğer Uzun Vadeli Varlıklar	52	49	52	54
Net Kar	69	156	191	219	Toplam Varlıklar	402	637	776	943
FAVÖK	123	197	295	361	Kısa Vadeli Yükümlülükler	164	217	200	275
Büyümler & Opr. Perf.	2022G	2023G	2024T	2025T	Finansal Borçlar	63	36	31	32
Büyümler					Ticari Borçlar	53	57	79	99
Net Satışlar	n.a	23%	44%	24%	Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükle	48	124	90	144
Faaliyet Karı	n.a	57%	55%	23%	Uzun Vadeli Yükümlülükler	10	4	4	5
FAVÖK	n.a	30%	49%	22%	Finansal Borçlar	9	3	3	3
Net Kar	n.a		23%	15%	Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükle	1	1	1	2
Operasyonel Performans					Özkaynaklar	227	416	572	663
Brüt Marj	30.4%	38.2%	39.5%	38.9%	Toplam Kaynaklar	402	637	776	943
Faaliyet Kar Marjı	25.3%	32.4%	34.8%	34.4%	Nakit Akım (mn \$)	2022G	2023G	2024T	2025T
FAVÖK Marjı	32.5%	34.4%	35.6%	35.1%	İşletme Faal. Kay. Net Nakit	21	102	129	197
Efektif Vergi Oranı	6.0%	9.8%	25.0%	25.0%	Düzeltilme Öncesi Kar	69	156	191	219
Net Kar Marjı	14.8%	27.1%	23.1%	21.3%	Amortisman & İtfa Payları	4	11	7	8
Özkaynak Karlılığı	44.8%	48.5%	38.7%	35.5%	İşletme Sermayesindeki Değ.	-87	-77	-85	-54
Aktif Karlılığı	21.6%	30.1%	27.1%	25.5%	Diğer Faaliyetlerden Nakit Akışı	35	12	16	24
Rasyo Analizi	2022G	2023G	2024T	2025T	Yatırım Faal. Kay. Nakit	-11	-69	-59	-19
Düzeltilmiş F / K (x)	a.d	20.3	16.6	14.5	Sabit Sermaye Yatırımları	-9	-62	-52	-17
FD / FAVÖK (x)	20.5	15.7	10.6	8.6	Diğer Yat. Faal. Nakit Akışı	-1	-6	-6	-2
FD / Satışlar (x)	6.7	5.4	3.8	3.0	Serbest Nakit Akım	10	33	70	178
PD / Defter Değeri (x)	14.0	7.6	5.6	4.8	Finansman Faal. Kay. Nakit	-29	16	-60	-106
Hisse Başı Kazanç (₺)	2.4	4.6	5.6	6.5					
Hisse Başı Temettü (₺)	0.0	0.7	1.0	3.8					
Temettü Verimi	0.0%	0.6%	1.1%	4.0%					
Net Borç (Nakit) (mn \$)	43	-66	-81	-152					
Net Borç / FAVÖK (x)	0.3	a.d	a.d	a.d					
Net Borç / Özsermaye (x)	0.2	a.d	a.d	a.d					

Kaynak: İş Yatırım

Dolar Bazlı UMS-29 Tahminleri, 2024 sonu Dolar/TL: 37; 2025 sonu Dolar/TL: 43.7 olarak kullanılmıştır.

Parasal kazanç/kayıp finansal giderler altında gösterilmiştir.

**YATIRIM
TEMASI**

Global Market Inside'a göre, yenilenebilir enerjinin artan payına ek olarak şebekelerdeki kapasite yükseltmeleri ve yenilemeleri ile artan elektrik talebinin etkisiyle, 2024-2032 yılları arasında transformatörlere yönelik küresel talebin %7'lik bir YBBO ile büyümesi beklenmektedir. Bu trende paralel bir şekilde, yurtiçi satışların da 2024-2032 döneminde %6,2 oranında büyüyeceğini öngörüyoruz. Tahminlerimize göre Astor'un gelirlerinin 2024-2030 döneminde dolar bazında %8 YBBO ile büyümesi beklenirken, FAVÖK marjının %35 seviyesinde normalize olmasını öngörmekteyiz. Bu arada, ihracatın gelirler içindeki payının 2023 yılında %34'ten 2030 yılında %52'ye yükselmesi beklenmektedir.

Güçlü ve sağlıklı bilanço yapısı Şirketin bilançosunun, yeni yatırımları mümkün kılacak güçlü bir durumda olduğu gözükmemektedir. Nitekim bunun sağladığı destekle şirket, yeni büyüme yatırımlarını iddialı bir şekilde hayata geçirmekte; yeni yatırımlar için ise fırsatları değerlendirebilmektedir. Ayrıca, şirket yeni satın aldığı arazi üzerinde mevcut ürün gruplarının kapasitelerini arttırmanın yanı sıra uzun vadede büyümesini sürdürmesini sağlayacak yeni bir enerji işkoluna önemli büyüklükte bir yatırım yapmayı da planlamakta.

Entegre üretim kabiliyeti Astor, mekanik fabrikasının kurulumunu takip eden süreçte, üretimde kullandığı ara ürünlerin bir kısmını tesislerinde üretmeye başlamış, bu da üretim maliyetlerini düşürürken marjları da yukarı yönlü desteklemiştir. Ayrıca, şirketin Ankara Bala'daki arazisi üzerinde inşa etmekte olduğu 14 MWe kapasiteli güneş enerjisi santrali ile enerji giderlerinin daha da düşmesi beklenmektedir.

Hisse, yabancı benzer şirketlerin medyan değerleri olan 12,6x ve 11,2x 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanlarına kıyasla sırasıyla 10.6 ve 8.6x 2024T ve 2025T FD/FAVÖK çarpanlarıyla işlem görmekte. Astor'un, 2024-2026 dönemi için öngördüğümüz %21'lik FAVÖK YBBO'su dikkate alındığında, yabancı benzerlerin %16'lık medyan YBBO'sunu aşan güçlü büyüme performansı nedeniyle, özsermaye maliyetleri arasındaki farkı dikkate aldığımızda dahi, yüksek çarpanlarda işlem görmeyi hak ettiğini düşünüyoruz.

**YATIRIM
RİSKLERİ**

Astor'un ihracat tarafında büyük ve köklü rakipleri bulunmaktadır. Uluslararası rakiplerin transformatör üretimindeki tecrübesi ve güçlü market konumlanmaları göz önünde bulundurulduğunda, Astor'un gelirlerinde ihracatın payını korumak ve artırmak için, rekabetçi fiyatları ve yüksek hizmet kalitesini sürdürmesi gerekmektedir. Bu konuda şirket, çeşitli ürün portföyü, kalifiye kadrosu ve yeni yatırımlarıyla iddialı bir grafik çizse de pazar payının ve kar marjlarının korunması, uzun vadede aşağı yönlü bir risk teşkil etmektedir.

Hammadde ve navlun maliyetlerindeki olası artışlar, özellikle ihracat tarafında marjlar üzerinde baskı yaratabilir. Astor'un üretim süreçlerindeki ana hammaddeler bakır ve silikon çelik sac olarak öne çıkmaktadır. Bu emtialardaki olası fiyat dalgalanmaları şirket için bir risk yaratsa da Astor hammadde alımlarında büyük montanlı işlemlerin mümkün kıldığı fiyat avantajlarından faydalanabilmektedir.

Arz talep dinamiklerinin fiyatlama ve hacim büyümesi açısından en azından 20230 yılına kadar avantajlı kalması bekleniyor. Şirket bu dönemde elde edeceği kaynakları uzun vadede büyümesini sürdürmesini sağlayacak yeni iş kollarına yatırmayı hedefliyor. Yeni girilecek iş kollarında beklenen getirilerin oluşmaması uzun vadeli riskler arasında sayılabilir.

Diğer bir ana risk ise müşterilerden, özellikle de elektrik dağıtım / perakende sektöründe faaliyet gösteren şirketlerden alacaklarda yaşanabilecek aksamalar. Nitekim, perakende elektrik fiyatlarında uygulanan sübvansiyonlar artan faaliyet giderleri ve yatırım maliyetleri nedeniyle, elektrik dağıtım ve perakende şirketlerinin işletme sermaye sermayesi ihtiyaçları zaman zaman artabilmekte. Önümüzdeki dönemde elektrik fiyat sübvansiyonlarının kalkması bu alandaki riskleri azaltabilir.

Elektrik tüketim talebini ve yeni altyapı yatırımlarının azalmasına sebep olabilecek gelişmeler trafo talebini ve Astor'un satışlarını olmuş etkileyebilir.

ŞİRKET
ÖZETİ

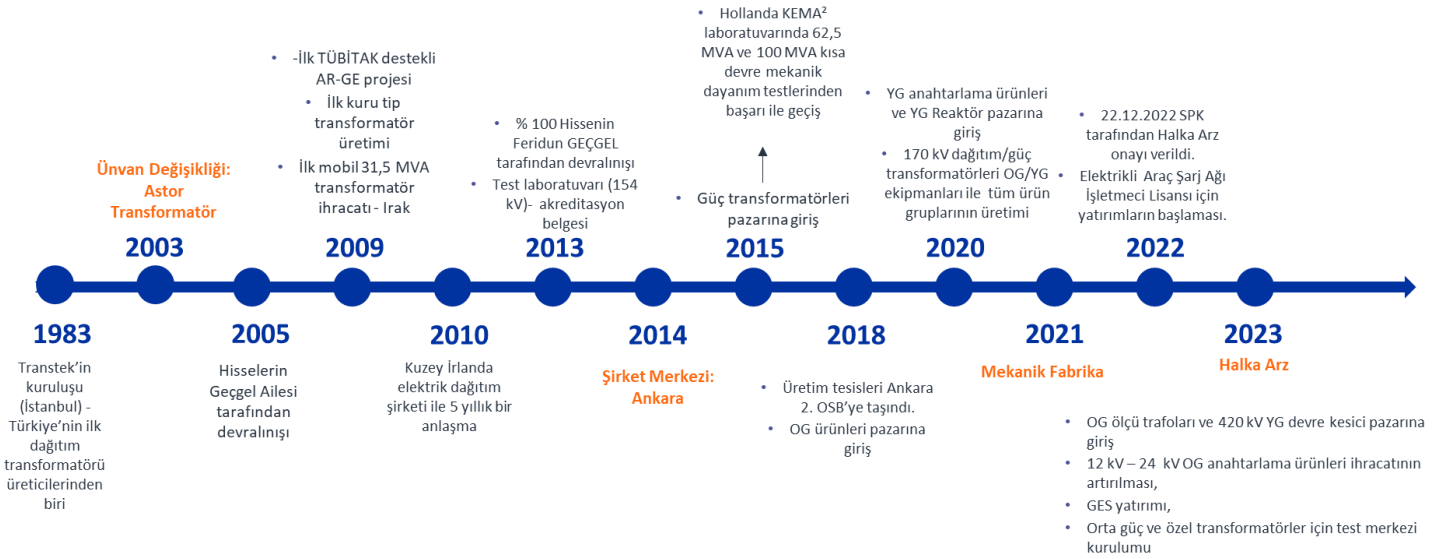
Bir Bakışta ASTOR Enerji

1983 yılında kurulan ASTOR Enerji, endüstriyel tesisler, elektrik üretim, iletim ve dağıtım şirketleri de dahil olmak üzere çeşitli sektörler için elektrik altyapısı ve elektromekanik ekipman üretiminde uzmanlaşmıştır. Şirket, dağıtım transformatörleri, güç transformatörleri ve orta ve yüksek gerilim (OG & YG) anahtarlama ekipmanları üretmektedir.

ASTOR, Ankara'daki 2018 ve 2021'de faaliyete geçirdiği 140.000 metrekarelik arazi üzerine kurulu, 105.000 metrekarelik kapalı alandan oluşan modern üretim tesislerinde tüm ürün gruplarının üretimini tek bir çatı altında gerçekleştirmektedir. Gerek üretim süreçlerine dair altyapı gerekse AR-GE çalışmalarını mümkün kılan laboratuvar ve teçhizat portföyüyle Avrupa'nın önde gelen üretim tesislerinden biri olarak öne çıkmaktadır. ASTOR, Üretimden Satışlar (Net) bazında Türkiye'nin büyük sanayi şirketleri arasında 128. sırada yer almaktadır (ISO-500 Listesi, 2022 (Türkiye'nin en büyük sanayi kuruluşları endeksi)).

ASTOR'un güç transformatörleri, dağıtım transformatörleri ve OG/YG ekipmanları için kapalı alanı sırasıyla 15.000 m², 14.000 m² ve 26.000 m²'dir. Ayrıca, şirketin aynı sırayla her biri için %9, %13 ve %11 fiziksel genişleme kapasitesi bulunmaktadır. Kapasite kullanım oranı güç transformatörleri için %65 iken, dağıtım transformatörleri ve OG/YG ekipmanları için bu oran sırasıyla %97 ve %96'dır.

Şekil: Tarihçe



Kaynak: Şirket

Şekil: Ürün Grupları

Dağıtım Transformatörleri	Güç Transformatörleri	OG Anahtarlama	YG Anahtarlama
<p>%44 260,5 mn \$*</p>	<p>%30 175,8 mn \$*</p>	<p>%17 99,5 mn \$*</p>	<p>%1 5,8 mn \$*</p>
<ul style="list-style-type: none"> • Çeşitli Sektörlerde kullanılan, 36 kV'den 25 MVA'ya kadar kuru, özel ve yağlı tip dağıtım transformatörleri • Kapasite Kullanım Oranı: %98 	<ul style="list-style-type: none"> • 10 MVA'dan 1.000 MVA'ya ve 800kV'a kadar her türlü güç dağıtım transformatörleri • Kapasite Kullanım Oranı: %65 	<ul style="list-style-type: none"> • 40,5 kV'ye kadar OG Anahtarlama Ürünleri • Kapasite Kullanım Oranı: %96 	<ul style="list-style-type: none"> • 170 kV YG kesici Üretimi • YG ekipmanlarına yönelik talebi karşılamak üzere oluşturulan en yeni ürün grubu • Kapasite Kullanım Oranı: %96

*2023 ciro payı, (toplam satışlarda %8 paya sahip olan ticari satışlar yukarıdaki tabloda yer almamaktadır)
2023 yıl sonu enflasyon muhasebesi uygulanmamış veriler baz alınmıştır.

Kaynak: Şirket

Elektrik Transformatörleri

Elektrik transformatörleri, devreler arasında elektrik aktarımı sağlayan, frekansı değiştirmeden gerilim seviyelerini ayarlayan makinelerdir. Gerilimi artırabilir veya azaltabilirlerken elektrik akımını orantılı olarak ayarlamaktadır. Transformatörler, gerektiğinde gerilim seviyelerini düzenleyerek elektrik güç sistemlerinin verimliliğini ve güvenliğini artırmada kritik bir rol oynamaktadır.



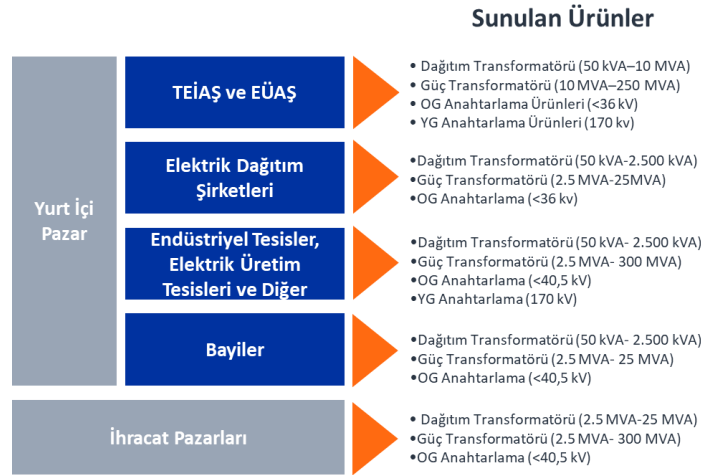
Dağıtım Transformatörleri

Dağıtım transformatörleri, güç dağıtım sisteminde hayati öneme sahiptir; dağıtım hatlarından gelen gerilimi konut, işletme ve ticari binaların kullanımı için uygun seviyeye dönüştürerek müşteri kullanımı için elektriğin uygun gerilimde iletilmesini sağlamaktadır. ASTOR'un ürün portföyü, yağlı tip, kuru tip, OG şönt reaktörler, seri reaktörler ve endüstriyel/seri tip transformatörlerden oluşmaktadır.

Güç Transformatörleri

Güç transformatörleri, güç, gerilim ve regülasyon yetenekleri gibi çeşitli teknik özelliklere sahiptir. Elektrik iletim hatları, endüstriyel tesisler, güç üretim merkezleri ve iç elektrik sistemleri de dahil olmak üzere çeşitli ortamlarda kullanılmaktadır. Ulusal ve uluslararası standartlara (IEC, IEEE vb.) uygun olarak üretilirler ve müşteri gereksinimlerini karşılamak için 5000 kVA ve 72.5 kV gerilim seviyesi ve üzerinde üretilmektedir. ASTOR, 2018'de Ar-Ge çalışmaları yoluyla 400 kV gerilim seviyesinde 125 MVA güç transformatörü prototipi geliştirmiş ve üretim kapasitesini 800 kV ve 1000 MVA'ya kadar çıkarmıştır.

Şekil: Müşteri Kategorileri



Kaynak: Şirket

Müşteri Kategorileri

Yurt İçi Pazar

Astor, 170/420 kV iletim ve üretim tesislerinin kurulum ve işletmesini yürüten kamu kuruluşu TEİAŞ'a gerek doğrudan tedarikçi olarak, gerekse ihale yoluyla veya EPC yüklenicileri aracılığıyla dolaylı olarak hizmet vermektedir. Astor'un özel sektör müşterileri ise elektrik dağıtım şirketleri, sanayi tesisleri, elektrik üretim tesisleri ve bayilerden oluşmaktadır. 21 dağıtım şirketine hizmet veren Astor, toplam 48,1 milyon aboneye hizmet vermektedir. Ayrıca, dağıtım şirketleri için nispeten küçük projelerde yüklenici olarak faaliyet gösteren 28 bayiyeye hizmet vermektedir.

İhracat Pazarları

Ürünler Avrupa, Afrika, Asya ve Güney Amerika'da 90'dan fazla ülkeye ihraç edilmektedir. ASTOR, orta vadede öncelikli olarak Afrika, Orta Doğu ve Avrupa'yı, uzun vadede ise ABD'yi hedeflemektedir. Astor, ihracat oranını orta vadede toplam satışların yaklaşık %40'ına çıkarmayı hedeflemektedir.

TEİAŞ- EÜAŞ	Endüstriyel Tesisler, Elektrik Üretim Tesisleri, Diğer	Taahhüt Şirketleri	Ulusal Dağıtım Şirketleri
			
<p>Elektrik Dağıtım Şirketleri</p> 			

Kaynak: Şirket

ASTOR Şarj



Kaynak: Şirket

ASTOR Enerji, Haziran 2022'de EPDK'dan Elektrikli Araç Şarj Ağı Yönetim Lisansı aldı. "ASTOR Şarj" markası altında faaliyet gösteren şirket, 2023 yılında yatırımlar için yaklaşık 10 milyon dolar ayırmıştır. Sektörün yeni doğası ve yatırım girişimleri göz önüne alındığında, şarj işlemlerinden elde edilen gelir küçüktür, ancak 2025 yılına kadar makul bir miktarda büyümesi beklenmektedir. 31 Aralık 2023 itibarıyla, şarj istasyonu satın alımları için 11,8 milyon dolar değerinde tedarik sözleşmesi imzalanmış olup, satın alımlar ve kurulumlar devam etmektedir. Aynı tarih itibarıyla, 31 ilde 302 araca aynı anda hizmet verebilecek toplam 302 şarj soketi kurulmuştur. 2024'teki yatırım hedefi 20 milyon dolar olup, 800 priz kurulması amaçlanmaktadır.

GES Yatırımları

Şirketin 2023 yılında Ankara - Bala'da başlattığı 14 MWe kapasiteli Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırımı tamamlanmıştır. Gerekli izinlerin alınmasının ardından 2024 yılının ilk çeyreğinde devreye alınması planlanmaktadır. Mevcut 6,6 MW Çatı GES ile birlikte bu gelişme, şirketin 20,6 MW kombine üretim kapasitesi ile çevre dostu faaliyetlerini sürdürmesini sağlayacaktır.

BALA SPP Yatırım Verileri

Kapasite	14 MW
Yatırım Maliyeti	USD 10,0M
Ciroya Katkı	USD 1,4M
EBITDA	USD 1,1M

Kaynak: Şirket

FİNANSAL
ANALİZ

Satışlar

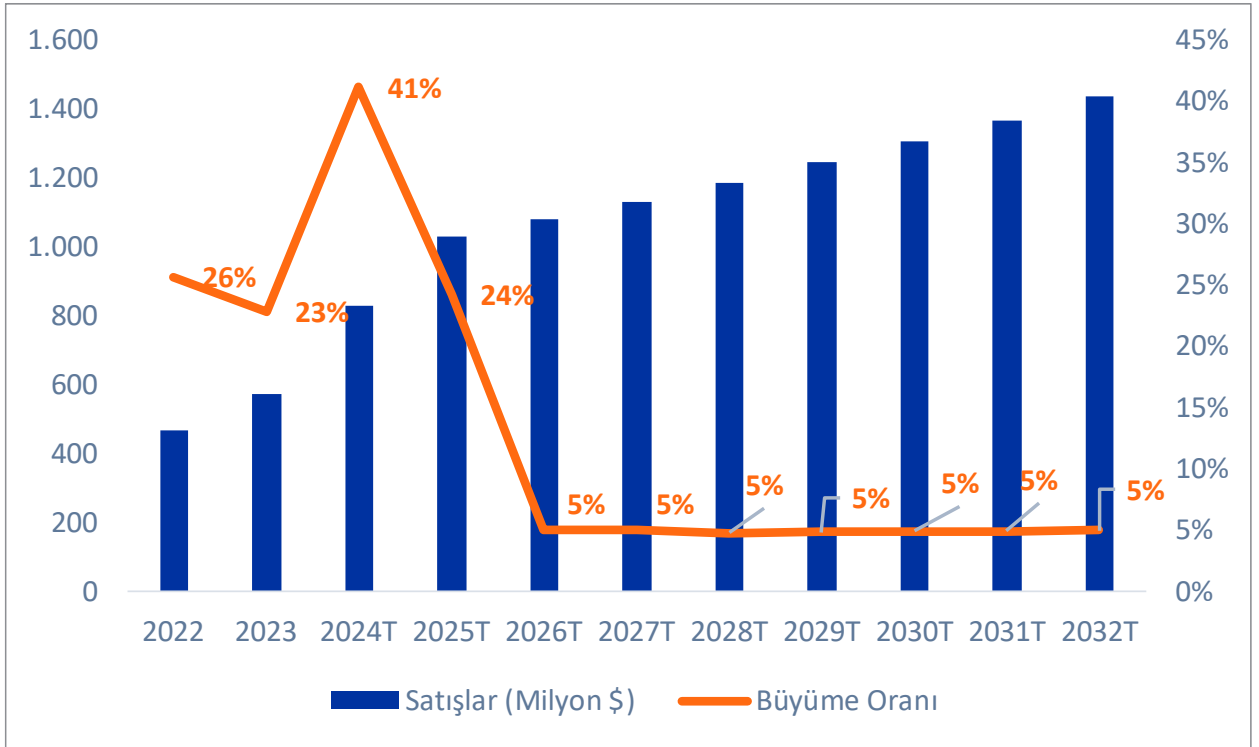
2023 yılında toplam gelirler bir önceki yıla göre %23 oranında artarak 575 milyon dolara ulaşırken 2020-2023 döneminde ise %40'lık bir YBBO kaydetti. 2024 yılı için ise toplam gelirlerde yıllık %41,2'lik bir büyüme öngörmekteyiz.

Yurtiçi satış projeksiyonlarında, Güç Transformatörleri için Ulusal Enerji Planı'nın kurulu kapasite büyüme oranı varsayımlarını kullandık. Dağıtım Transformatörleri ve Anahtarlama ürünleri için ise büyüme oranı varsayımlarımız TEİAŞ'ın talep projeksiyonlarına dayanmaktadır. Ayrıca, uzun vadeli varsayımlara +100 baz puan ek fiyatlandırma faktörü ekledik.

Uluslararası satış projeksiyonları için varsayımlarımız ise şirketin 2024 ve 2025 beklentileri ile uyumlu olmakla birlikte ihracatın toplam gelirler içindeki payının yaklaşık %50'ye ulaşmasını bekliyoruz. Uzun vadede, doğabilecek diğer riskleri göz önünde bulundurarak değerlememizde temkinli bir yaklaşımla uluslararası Transformatör pazarı büyüme beklentisinin yarısını kullandık. Ayrıca ihracat için gelir büyüme varsayımlarımıza +100 baz puan fiyatlandırma faktörü ekledik.

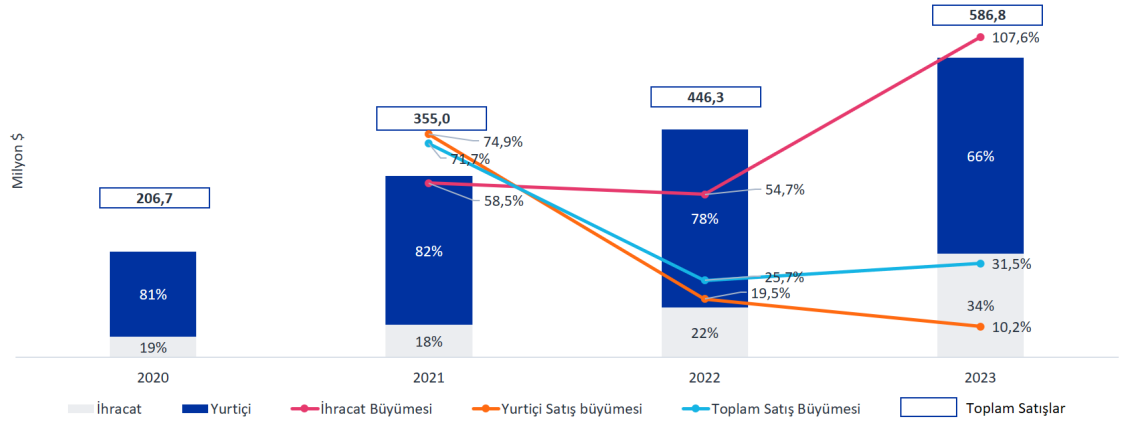
Bu varsayımlara dayanarak, 2024-2032 projeksiyon dönemimizde ASTOR'un yurtiçi satışlarının dolar bazında %6,2, uluslararası satışlarının ise %8,1 YBBO ile büyümesini beklemekteyiz.

Grafik: Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Toplam Satışlar (mn \$, 2023) – Yurt İçi ve İhracat Dağılımı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2023 yılında satışların %66'sı yurt içi, %34'ü yurt dışı olarak gerçekleşmiştir. Astor, hedefleri doğrultusunda yıllar içinde ihracat payını artırmaktadır. Özellikle, son yıllarda ihracat büyümesi yurtiçi ve toplam satışların üzerinde gerçekleşmiştir. Böylece, uzun vadede Yurtdışı Satışlar/Satışlar oranının % 50 civarına ulaşmasını beklemekteyiz.

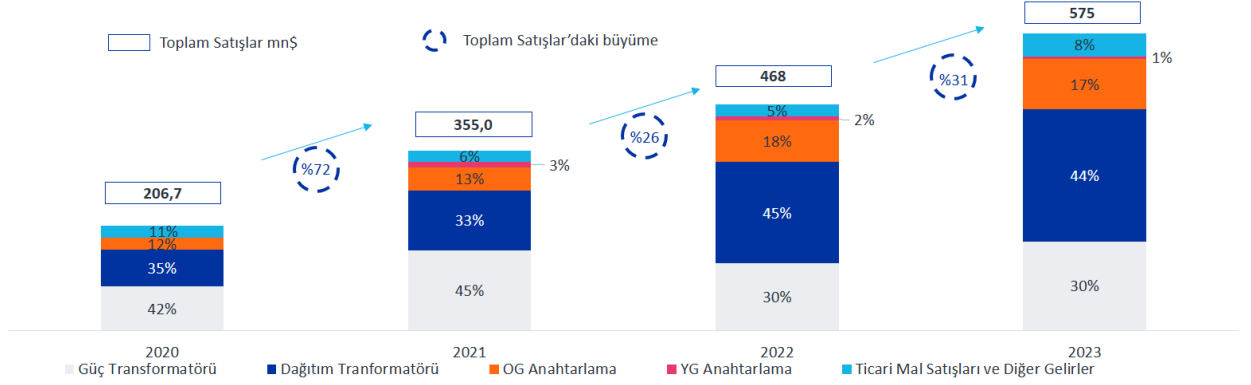
Grafik: Yurt İçi Ve Yurtdışı Satışlar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Şirket, hem Türkiye'de hem de küresel olarak artan enerji talebiyle uyumlu olan dolar bazlı büyüme stratejisine bağlı kalmaya devam etmektedir. 2023 yılında en çok satılan ürünler 7.508 milyon satışla toplam satışların %44'ünü oluşturan Dağıtım Transformatörleridir. Diğer yandan, Anahtarlama Ürünleri en yeni ürün grubu olup, Güç Transformatörleri ve Ticari Mal Satışları'nın paylarını almaktadır. Şirketin uzun vadeli hedefi, ticari satışları en aza indirmek ve katma değerli ürünlerin satışının payını artırmaktır.

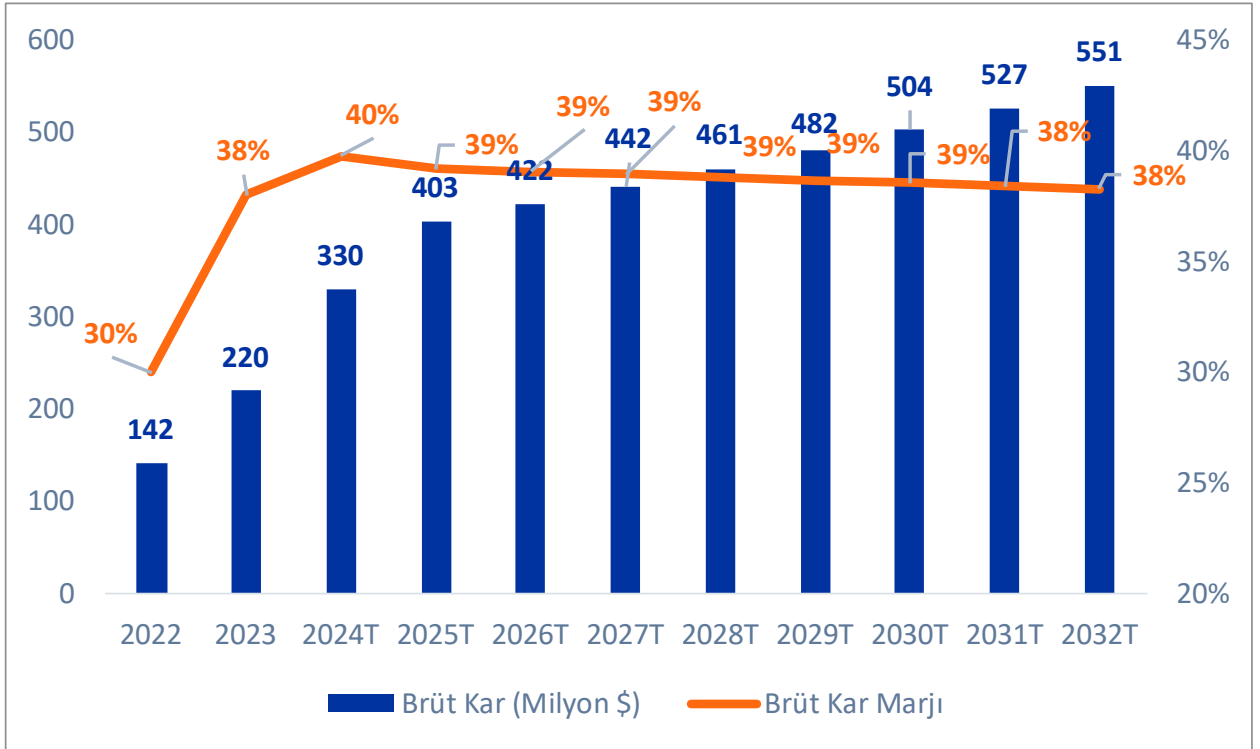
Grafik: Satışlar (mn \$2023) - Ürünlere Göre Dağılım



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

2023 yılında brüt kar yıllık bazda %55 oranında artarak satış büyümesinin üzerine çıktı. Brüt marj, 2023 yılında, 2022 yılındaki %30'dan %38'e yükseldi. Uzun vadede brüt marjın %38-39 seviyelerinde kalmasını bekliyoruz.

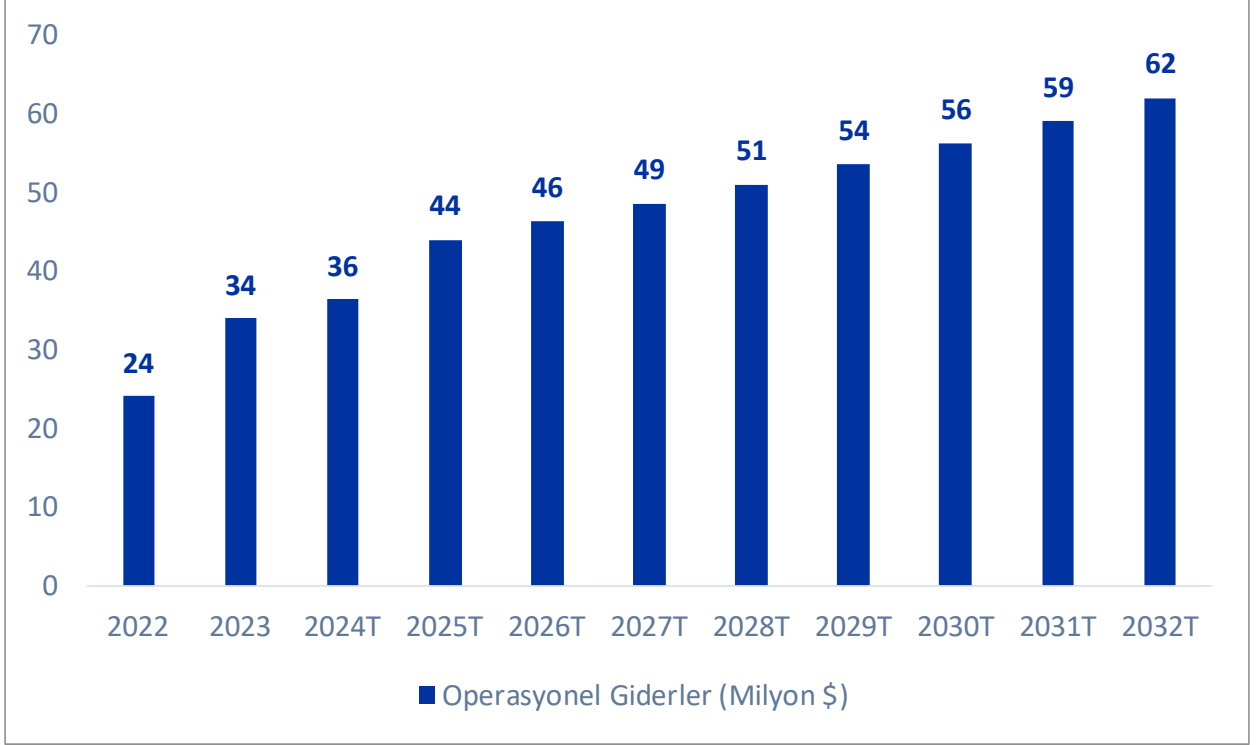
Grafik: Brüt Kar



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

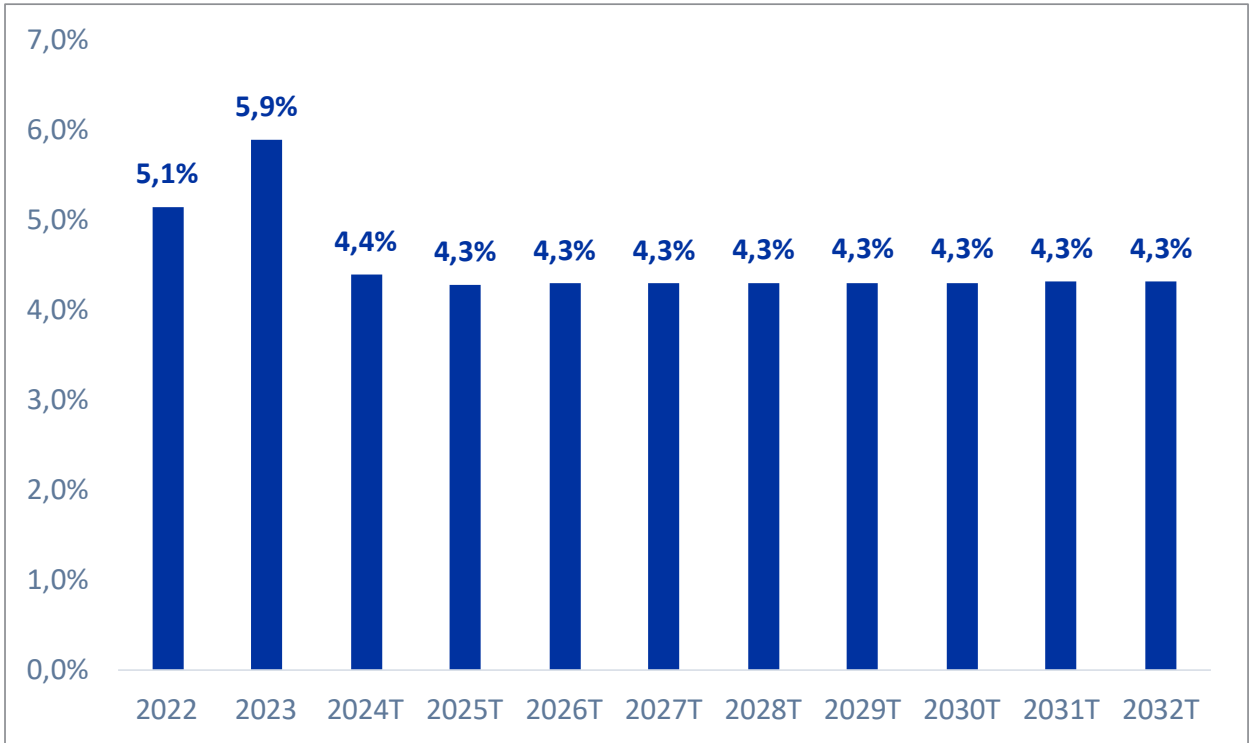
Şirketin operasyonel giderleri 2023 yılında %41 artarak 34 milyon dolara yükseldi. Operasyonel giderlerin satışlara oranı ağırlıklı olarak personel giderlerindeki artış sebebiyle %5,1'den %5,9'a yükseldi. Uzun vadede şirketin operasyonel giderlerinin satışlara oranının %4,3'te sabit kalmasını beklemekteyiz.

Grafik: Operasyonel Giderler



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Grafik: Operasyonel Giderlerin Satışlara Oranı

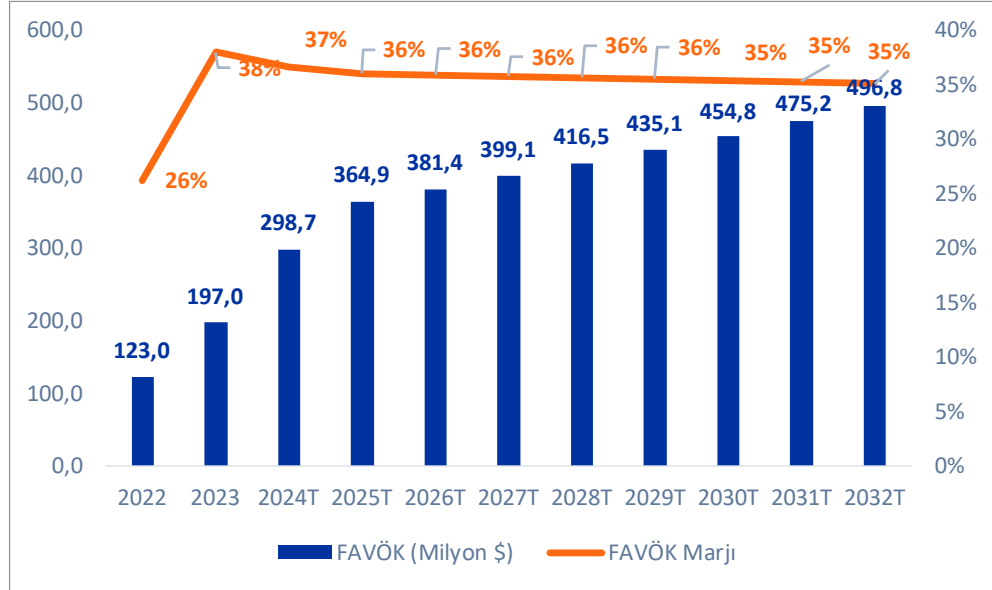


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Yurtiçi ve özellikle yurtdışı satışlardaki artış, artan talebe bağlı olarak kâr marjlarının yükselmesi, fabrika yatırımlarının tamamlanması nedeniyle yarı mamul üretimlerinin bir kısmının şirket bünyesinde yapılmaya başlamış olmasının maliyetlere yansımaları, finansman giderlerinin azaltılarak net faiz geliri artışının kârlılığa olumlu etkisi, yabancı para döviz pozisyonunun yönetiminde sağlanan verimlilik, kurlardaki artışın olumlu etkisi nedeniyle kar marjında olumlu gelişim trendini devam ettirmiştir.

FAVÖK, 2022 yılına göre %60 artış göstererek 123 milyon dolardan 197 milyon dolara yükselmiştir. 2023 yılında brüt kar marjındaki iyileşme sayesinde FAVÖK marjı %26'dan %38'ye yükselmiştir. Şirketin FAVÖK marjının %35'e ulaşacağını öngörmekteyiz.

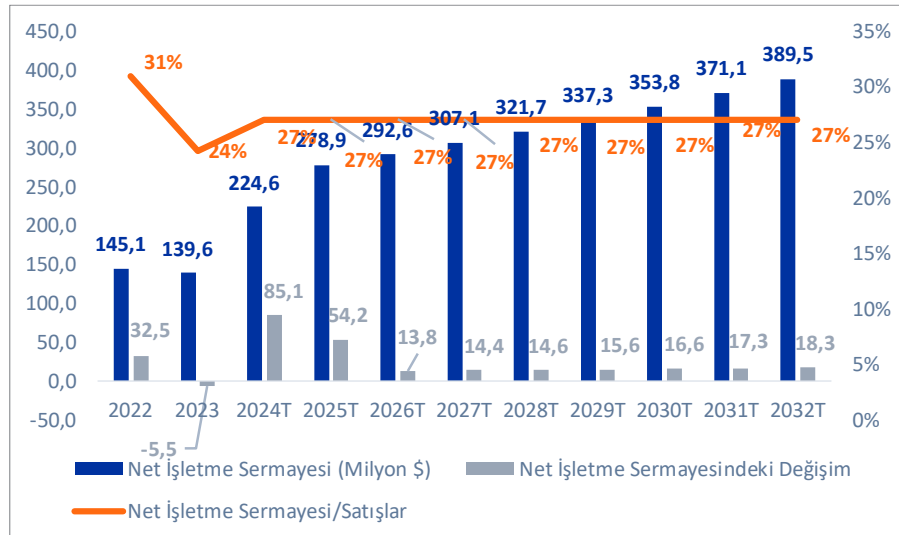
Grafik: FAVÖK, FAVÖK Marjı



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

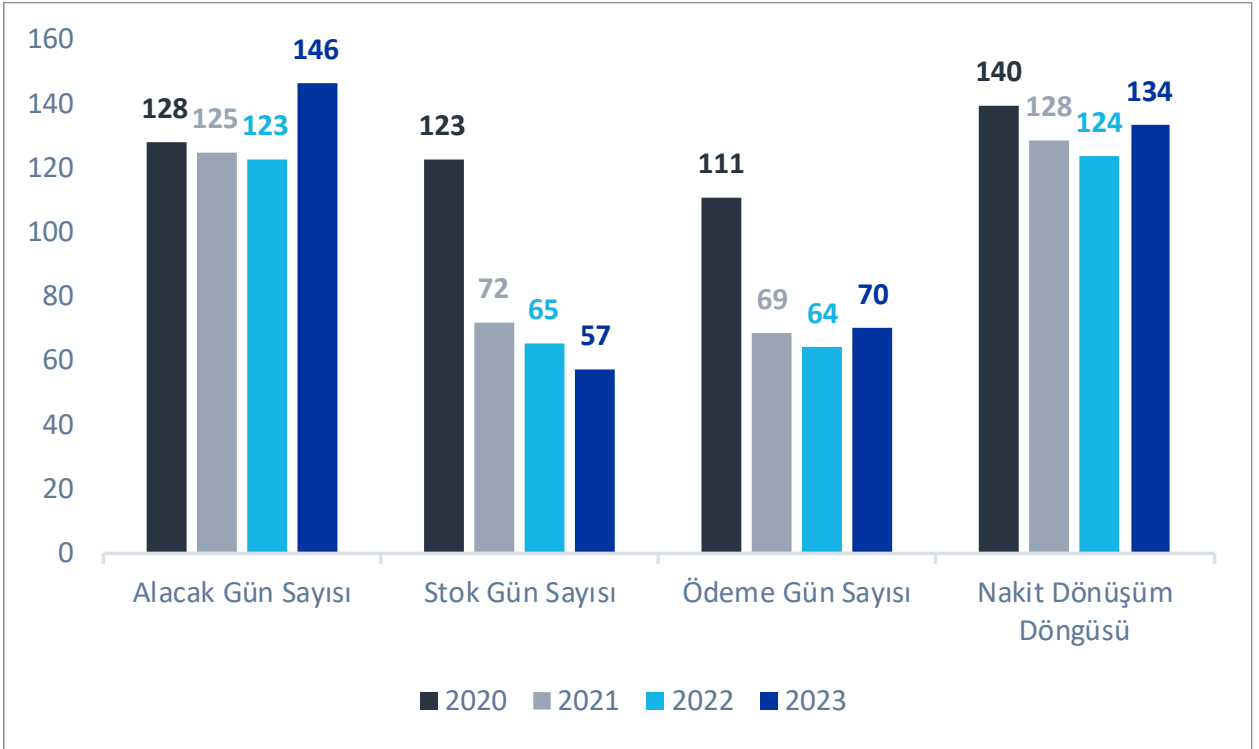
Kısa vadeli yükümlülüklerdeki oransal ve mutlak artış dönen varlıklardaki artışa kıyasla daha düşük olduğu gözükmemektedir. Dönen varlıklar kısa vadeli borçları karşılamak için yeterli düzeyde olduğu görülmektedir. Şirketin işletme sermayesi 2022 sonunda \$145,1 milyon iken 2023 sonunda \$139,6 milyona düştüğü; stok günlerinin kısılması ve borç günlerinin artmasına rağmen, alacak günlerinin artması nedeniyle nakit dönüşüm döngüsünün ise 124 günden 134 güne çıktığı gözlemlenmektedir.

Grafik: Net İşletme Sermayesi



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

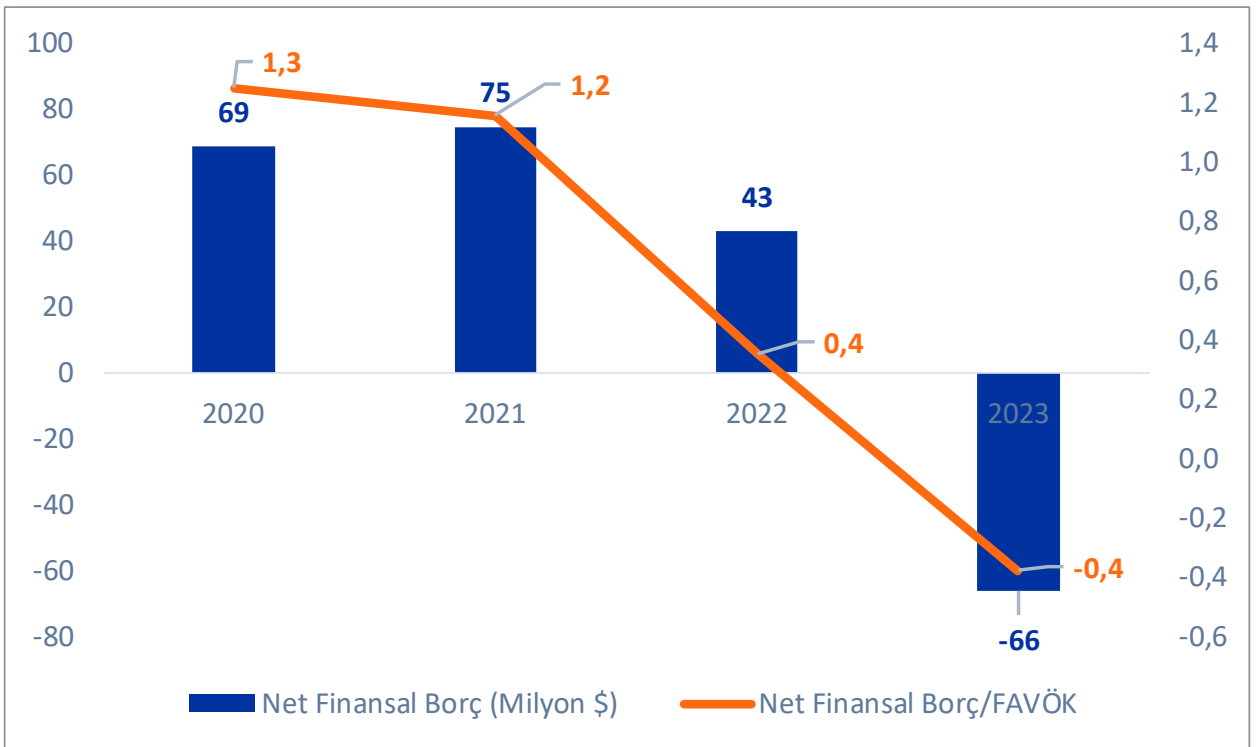
Grafik: Nakit Dönüşüm Döngüsü ve Gün Sayıları



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Başta banka kredileri olmak üzere kısa ve uzun vadeli yükümlülüklerin azalma eğilimi şirketin güçlü likidite pozisyonuna katkıda bulunmaktadır. Şirket, operasyonel faaliyetlerinden nakit yaratma potansiyeline sahiptir. Şirketin net borç pozisyonu 2022 sonundaki 43.1 Milyon Dolar seviyesinden 2023 yılı sonunda 66 Milyon Dolar net nakit pozisyona geçmiştir. Net borç/FAVÖK oranı ise 0,4x'ten -0,4x'e düşmüştür.

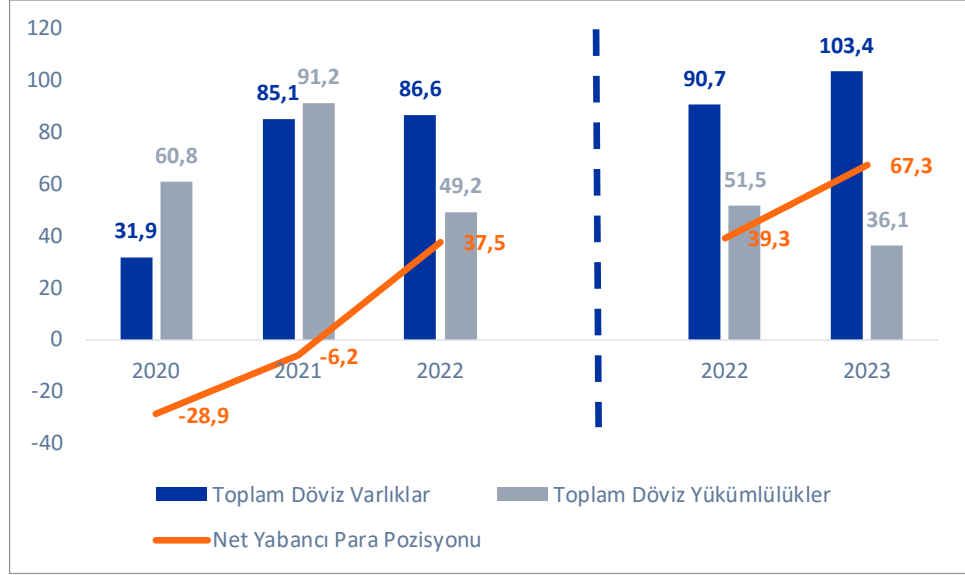
Grafik: Net Finansal Borç Pozisyonu



Kaynak: Şirket, İş Yatırım

Şirketin faaliyetleri kapsamında ortaya çıkan hammadde ihtiyaçları büyük orandan yurtdışından gerçekleşmektedir. Bu durum şirketi döviz riskine maruz bırakırken hedge politikası önem arz etmektedir. Bu kapsamda şirket, yıllar içinde net döviz hedge faaliyetleri artmış; ayrıca, kur ve faiz risklerini optimize etmek amacıyla TL cinsinden uygun finansman olanaklarını da aktif biçimde kullanmaktadır.

Grafik: Kur Riski Yönetimi*

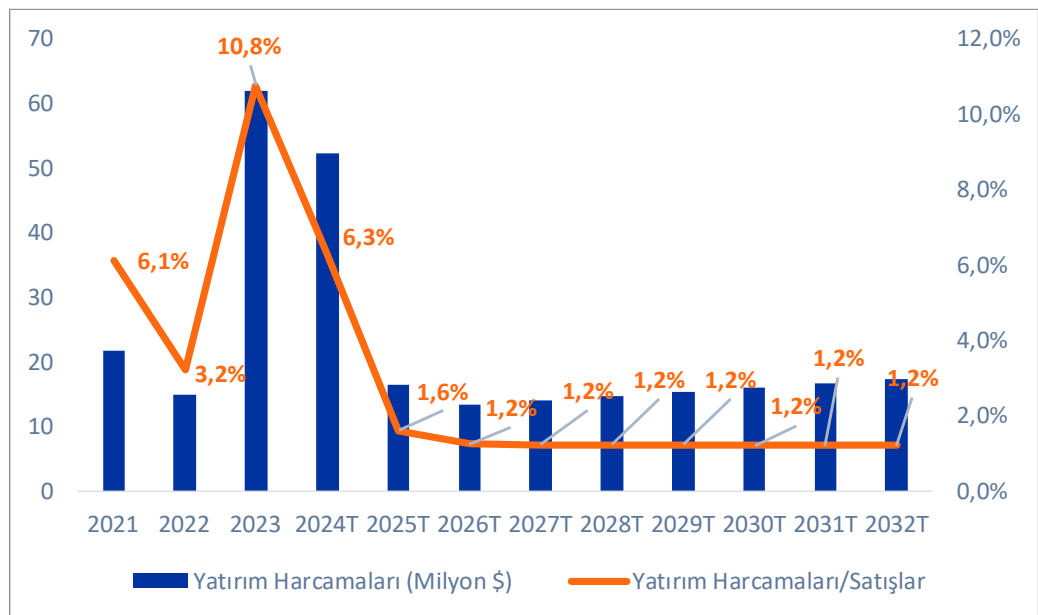


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

*2023 Yıl Sonu enflasyon muhasebesi verileri baz alınarak hazırlanmıştır.

Şirketin Yatırım Harcamaları/Satışlar oranı %3,2'den 2023 yılında %10,8'e yükselmiştir. 2023 yılında şirketin Ankara'da başlattığı 14 MWe kapasiteli Güneş Enerjisi Santrali (GES) yatırımı tamamlanmıştır. 2024 yılında, ASTOR Charge'a yapılacak 20 milyon dolarlık yatırım ve kapasite artırımları da dahil olmak üzere, yatırım harcamalarının 52 milyon dolara yükselmesini ve bunun sonucunda Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının %6,3 olmasını öngörüyoruz. Uzun vadede ise Yatırım Harcamaları/Satışlar oranının %1,2'de sabit kalmasını beklemekteyiz.

Grafik: Yatırım Harcamaları, Yatırım Harcamalarının Satışlara Oranı

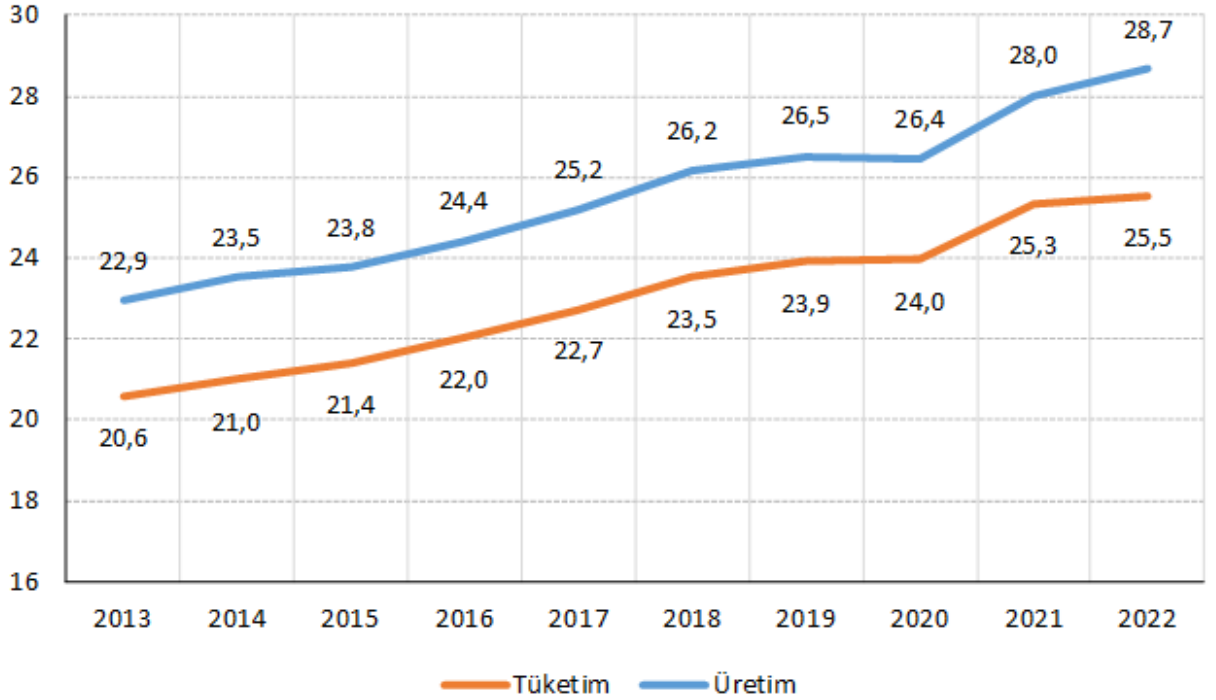


Kaynak: Şirket, İş Yatırım

SEKTÖR
ÖZETİ

Enerji, ekonomik faaliyetin temelinde yer alan kritik öneme sahip bir sektördür. Elektrifikasyon ve enerji arz güvenliği modern toplum ve ekonominin öne çıkan vazgeçilmez gereksinimlerinden biridir. Elektrik altyapısının temel bileşenlerinden biri de transformatörlerdir. Elektriğin hem üretiminde hem de kullanıcılara ulaştırılmasında transformatör teknolojisi kritik bir yer tutmaktadır. Farklı dönemlerde farklı trendler öne çıkıp sektörün eğilimini ihtiyaçlarını ve gereksinimlerini belirlese de transformatör teknolojisine olan talep ve ihtiyaç önemini sürdürmektedir.

Grafik: Küresel Elektrik Üretimi ve Tüketimi, 1000 TWh



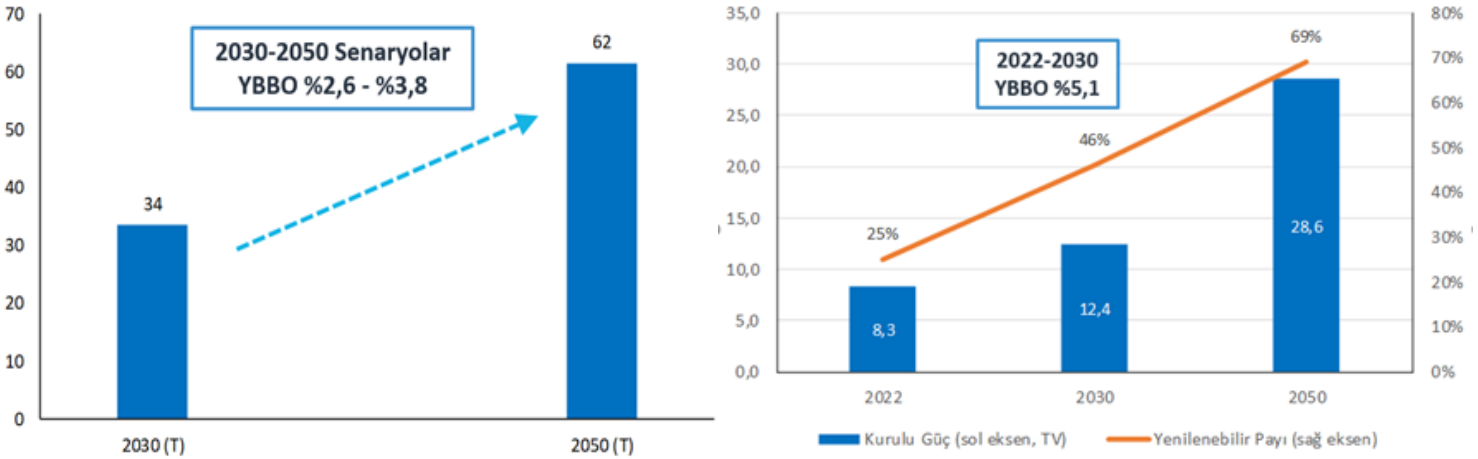
Kaynak: IEA, Our World in Data

Günümüzde gelişmekte olan ülkelerde kentleşme, kalkınma ve nüfus artışı elektrik tüketimini artırırken yeni altyapı kurulum ihtiyacını da beraberinde getirmektedir. Buna ek olarak son 10 yılda artan yeşil dönüşüm gündemi ve bu kapsamda atılmaya başlayan adımlar, elektrikli araç kullanımını hızla artırmaya başlamıştır. Ulaşımın yeşil dönüşüm hedefleri kapsamında fosil yakıtlardan elektrik teknolojisine kayması, elektrik talebinin artmasına sebep olurken sadece tüketim tarafında değil üretimde de yenilenebilir methodların hız kazanması, yeni altyapının kurulması ihtiyacını da oluşturmaktadır. Küresel dinamiklerdeki bahsi geçen trendler, elektrik altyapısının her alanında yaygın bir şekilde kullanılan transformatör için talebin kısa ve orta vadede canlı kalmasını sağlaması beklenmektedir.

Mckinsey'in küresel enerji görünümüne odaklanan raporunda küresel elektrik üretim ve tüketiminin yıllık ortalama %2,5 gibi bir oranla büyüme eğiliminde olduğu gösterilmektedir. 2022-2050 döneminde elektrik talebinin en düşük senaryoda %2,6, en güçlü senaryoda %3,8 artması beklenmektedir. Gelişmekte olan ülkelerin, enerji ihtiyaçlarındaki artış ve ekonomi genelinde artan elektrifikasyon nedeniyle 2030 yılında yaklaşık 34 bin terawatt-saatten (TWh); 2050 yılına kadar ise 25 bin terawatt-saatten olan 2022 seviyesine göre iki kattan fazla artarak (TWh) 52 bin ila 71 bin TWh arasına yükselmesi beklenmektedir (Ortalama 62 bin TWh).

Astor Enerji

Grafik: McKinsey Küresel Elektrik Tüketimi Takmini, 1000 TWh

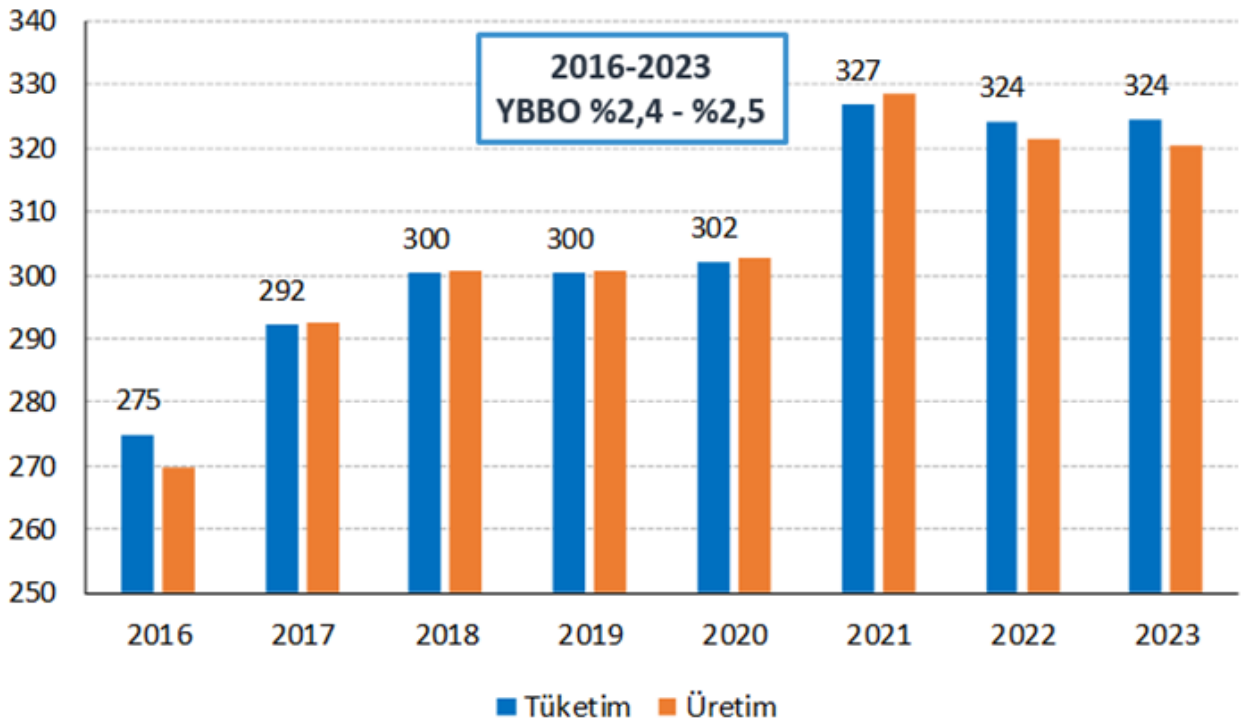


Kaynak: McKinsey Power Outlook 2023

Yine aynı raporda, 2022-2030 yılları arasında küresel kurulu gücün ortalama %5,1 büyümesi, 2030-2050 yıllarında ise bu oranın %4,3'e gerilemesini beklenmektedir. Güneş ve rüzgar enerjisi, 2050 yılına kadar toplam küresel kurulu kapasitenin yaklaşık %70'ini oluşturması öngörülmüşken gaz ve diğer sabit kapasitenin yaklaşık yüzde 30'luk bir paya sahip olması beklenmektedir. Toplam kurulu gücün artması beklentisinin yanı sıra yenilenebilir üretim methodlarının ağırlık kazanması transformatör talebi için katalizör olması beklenebilir.

Türkiye'ye baktığımızda ise dünyadaki trendlere paralel bir görünüm göze çarpmaktadır. Türkiye'de elektrik tüketiminin 2016-2023 döneminde %2,4 ile küresel trendlere paralel büyüdüğü görülmektedir. Ekonomik büyümeye ve nüfus artışına bağlı olarak elektrik altyapısı ve kurulu güç yatırımları devam etmektedir. Ancak son 3 yılda enerji fiyat şokları ve mevsimsel koşullar sebebiyle tüketimin yatay seyrettiği görülmektedir.

Grafik: Türkiye Elektrik Tüketimi ve Üretimi, TWh



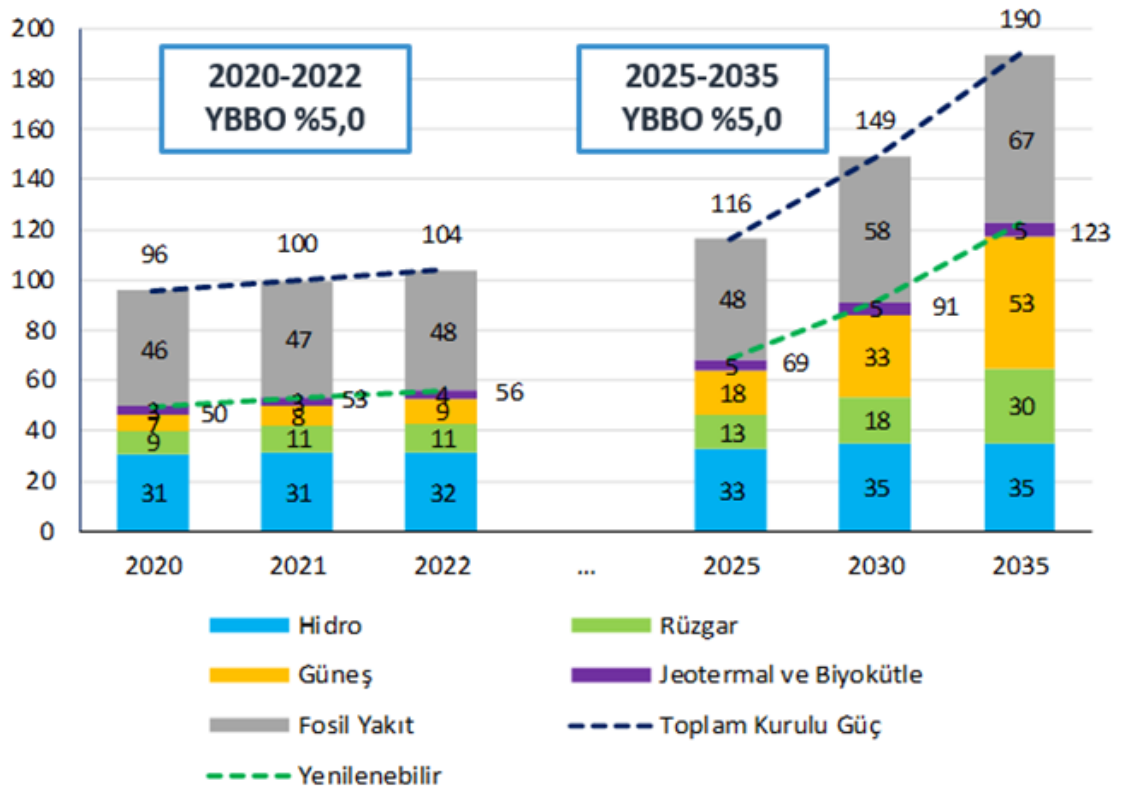
Kaynak: TEİAŞ

Genel olarak bakıldığında, önümüzdeki 10 yılda yeşil dönüşümün hız kazanması ve yenilenebilir enerjiye yatırımların artmasıyla birlikte, kurulu gücün ve elektrik kullanımının artması beklenmektedir. 2022 yılında Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı tarafından hazırlanan Ulusal Enerji Planı'nda yer alan senaryo analizinde, elektrik tüketiminin 2035 yılına kadar elektrik kurulu gücü yenilenebilir enerji öncülüğünde yıllık %5,0 büyüyerek neredeyse ikiye katlanması bekleniyor. 2035 yılında yenilenebilir enerjinin payı % 54'ten %65'e yükselmesi ve yine 2035 yılında tüketimin 511 TWh'e ulaşması öngörülürken elektrik kurulu gücü 190 GW'a yükseleceği tahmin edilmiştir.

Yukarıda da belirtildiği üzere enerji üretimi ve tüketimi dünya genelinde artmakta olup elektrik üretimi ve iletimi başta olmak üzere altyapı inşasında kullanılan enerji ekipmanlarına olan talep de güçlü bir şekilde büyümektedir. Günümüzde nihai kullanım/uygulama bakımından transformatörlere alternatif herhangi bir teknoloji veya ürün mevcut değildir. Bu kapsamda, elektrik altyapısının en kritik ve vazgeçilmez ürünlerinden biri olan transformatörlere yönelik talep, elektrik üretim ve tüketimindeki artışa paralel olarak artmaktadır. Dünya transformatör pazarı büyüklüğü; 2022 yılındaki yaklaşık 55,5 milyar ABD Doları, 2023 yılında ise 58,6 milyar ABD doları olarak gerçekleşmiştir.

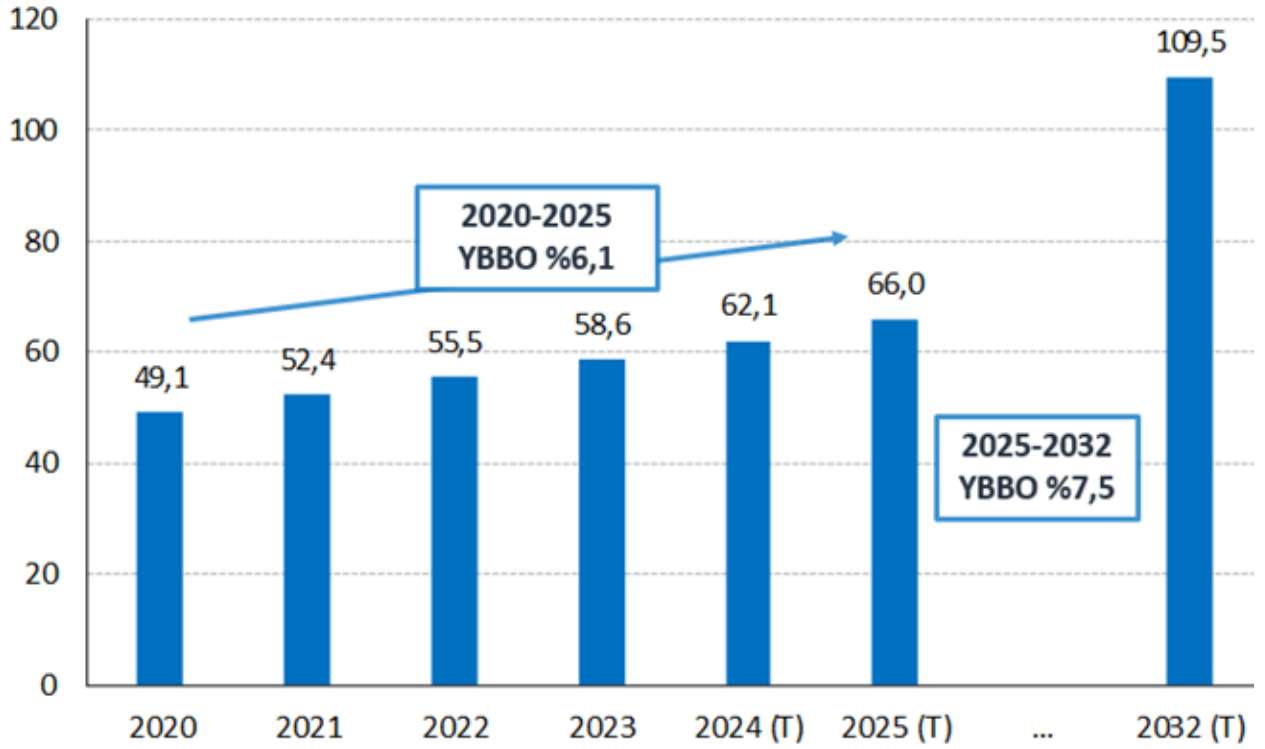
Son yıllarda pazar büyümesi yıllık %6,1 civarında istikrarlı seyretmektedir. 2024-2032 Dönemleri arasında büyüme oranı % 7.5 olacağı öngörüsü ile 2032 yılında pazar büyüklüğünün 109,5 Milyar USD'ye ulaşması beklenmektedir. Enerji altyapısının yenilenmesi ve modernizasyonu, nüfus artışına bağlı artan elektrik talebi, sanayileşme ve kentleşme, şebeke genişletme ve iyileştirmeleri, yenilenebilir enerji yatırımları ve sisteme entegrasyonu, elektrikli araç talebindeki artış, hükümetlerin yaptığı teşvik ve regülasyonlar gibi etkenlere bağlı olarak talep büyümektedir.

Grafik: Ulusal Enerji Planı Elektrik Kurulu Güç Projeksiyonları, GW



Kaynak: Enerji ve Tabii Kaynaklar Bakanlığı, Ulusal Enerji Planı

Grafik: Dünya Transformatör Pazar Büyüklüğü, milyar dolar



Kaynak: Astor Enerji 2023 Yatırımcı Sunumu, Global Market Inside, BKP Research, Transformer Market Report

Transformatör pazarında en güçlü büyümenin gelişmekte olan, hızlı sanayileşme ve yüksek nüfus artışının görüldüğü Afrika-Orta Doğu, Güney-Orta Amerika ve Asya-Pasifik bölgelerinde öne çıktığı görülmektedir. 2024-2025 döneminde de yine aynı bölgelerde büyümenin görece güçlü seyretmesi beklenmektedir. Buna ek olarak, son dönemde gündeme gelen teşvik ve yeni yatırım paketleri, Amerika Birleşik Devletleri başta olmak üzere Avrupa ve Kuzey Amerika'da altyapı harcamalarının artışına neden olması beklenmektedir. Bu kapsamda, elektrik altyapısının modernizasyonu ve yenilebilir enerji yatırımlarının ivme kazanması, gelişmiş ülkelerde de transformatör talebinin canlı seyretmesine neden olması beklenmektedir. Son olarak, Türkiye'nin yakın coğrafyasında, bir süredir süregelen savaşlar ve jeopolitik gerginliklerin sona erdiği durumda bu ülkelerin (Ukrayna, Suriye, Irak, vb.) altyapılarının yeniden inşasının gündeme gelmesi, transformatör talebi açısından katalizör etkisi yaratabilir.

DEĞERLEME

ASTOR'U enflasyon muhasebesi hariç dolar bazlı nakit akımı tahminlerimizi baz alarak değerlendiriyoruz. Önceki bölümlerde de belirtildiği üzere, şirketin 2024-25 büyüme beklentilerini karşılama ve ihracatın artan payı sayesinde net satış gelirlerinin 2024 yılında 800 milyon ABD dolarını, 2025 yılında ise 1 milyar ABD dolarını aşmasını bekliyoruz. Türkiye ve ihracat satışları arasındaki %50-50 dağılımın bundan sonra da devam etmesini bekliyoruz. Ancak şirketin oluşabilecek fırsatlar karşısında faaliyetlerini pazarlardan birine kaydırmanın sağlayacağı faydadan kolayca yararlanabilme avantajı bulunuyor. Projeksiyon dönemimiz için, şirketin %39-40 brüt marj seviyelerini korumasını beklerken, uzun vadeli FAVÖK marjı beklentimiz %35-36 civarındadır. Şirket, pazardaki güçlü talep nedeniyle bu güçlü marjların önümüzdeki yıllarda da korunmasını beklemektedir. Öte yandan, bu güçlü büyüme döneminin ardından marjlarda daralma bekliyoruz. Bu nedenle, sonsuz değer varsayımlarımızda, temkinli tarafta olmak için sonsuz değer serbest nakit akışı değerimize ulaşmak için %34 FAVÖK marjı ve 52'lik sonsuz büyüme oranı kullandık. Şirketin projeksiyon dönemimiz boyunca 2024'ün işletme sermayesi günlerini korumasını varsaydık. Yatırım harcamaları tarafında ise şirketin 2024'te agresif bir yatırım harcaması döngüsüne girmesini ancak yatırım harcaması/satış oranının uzun vadede %1-2 civarında olmasını bekliyoruz. ASTOR'u ABD Doları bazında değerlendiriyoruz. AOSM varsayımlarımız için Türkiye'nin uzun vadeli ABD\$ bazlı Eurobond getirilerini ve %6 risk primini kullanıyoruz. 1,02 olarak uyguladığımız Beta varsayımımız ise uluslararası elektrik ekipmanı üreticilerinin betalarına dayanmaktadır. Şirketin risksiz faiz oranı üzerinden %2 spread ile borçlanacağını varsayıyoruz.

Benzer şirket çarpan analizi değerlememiz için, değerlemenin tutarlılığını olumsuz etkileyebilecek olan aşırı yüksek çarpanlara sahip şirketleri çıkardık. Medyan 2024-25 FD/FAVÖK çarpanları, uluslararası benzer şirketler için sırasıyla 12.5x ve 11.2x'dir. Ayrıca, Türkiye'nin gelişmiş piyasalara kıyasla yüksek özsermaye maliyetini göz önünde bulundurarak çarpan bazlı değerlemeye %20 iskonto uyguladık.

Hedef fiyatımıza ulaşmak için %50 İNA ve %50 uluslararası benzer şirketlerin ağırlıklandırması ile harmanlanmış İNA-Çarpan değerlendirme yaklaşımını uyguluyoruz. Hedef fiyatımız 11.3x 24 FD/FAVÖK çarpanına işaret etmekte olup, şirketin agresif büyüme stratejisi dikkate alındığında makul olduğunu düşünüyoruz.

Tablo: İndirgenmiş Nakit Akımı Analizi

Milyon \$	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	TV
Net Satışlar	828	1029	1080	1134	1188	1245	1307	1371	1439	1468
Büyüme Oranı	41%	24%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%	
FAVÖK	299	365	381	399	417	435	455	475	497	499
FAVÖK Marjı	36%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	34%
Vergi (-)	-68	-83	-87	-91	-104	-108	-113	-118	-123	-140
İşletme Sermayesi Değişimi	-85	-54	-14	-14	-15	-16	-17	-17	-18	-8
Yatırım Harcamaları (-)	-52	-17	-13	-14	-15	-15	-16	-17	-17	-18
Serbest Nakit Akışı	98	217	274	286	291	304	317	332	347	333
İskonto Kat Sayısı	1.13	1.28	1.44	1.62	1.83	2.05	2.31	2.60	2.91	
İndirgenmiş Nakit Akımı	98	192	215	200	180	167	155	145	135	1257

Kaynak: İş Yatırım

Astor Enerji

Değerleme çalışmamızda Astor’u, faaliyet kapsamı açısından en benzer şirketlerden biri olduğunu düşündüğümüz Hammond Power Solutions (HPS) ile karşılaştırdık. 1917’de Kanada’da kurulan Hammond Power Solutions, Kuzey Amerika’nın en büyük kuru tip transformatör üreticilerinden biridir. Şirket, petrol ve gaz, madencilik, çelik, atık ve su arıtma, ticari inşaat, veri merkezleri ve rüzgar enerjisi üretimi gibi sektörlerin ihtiyaçlarını karşılayan transformatör çözümleri sunmaktadır. Kuzey Amerika’daki üretim tesisleri kuru tip transformatörlere, güç kalitesi ürünlerine ve indüksiyon ısıtma ürünlerine odaklanmaktadır. Şirketin Kuzey Amerika’daki üretim tesisleri yalnızca Kanada, ABD ve Meksika pazarlarına değil, aynı zamanda diğer Latin Amerika ülkelerine de hizmet veren entegre bir tedarik zinciri oluşturmaktadır. Ayrıca, HPS'nin Hindistan’da öncelikli olarak iç pazarın yağlı transformatör talebini karşılamaya odaklanmış üretim tesisleri bulunmaktadır.

HPS'nin piyasa değeri 842 milyon dolar, halka açıklık oranı %55,3, FD/FAVÖK oranı 15,01x’dir. Şirket, Temmuz 2021’de American Mesta Electronics’i satın alarak standart ve özelleştirilmiş aktif filtre ve indüksiyonlu ısıtma ürünleriyle ürün çeşitliliğini artırmış ve böylece inorganik büyüme sağlamıştır. Satışlarının önemli bir kısmı Kuzey Amerika bölgesinde olmasına rağmen, Hindistan’da da bir üretim tesisine sahip olan şirket, farklı coğrafi konumlardaki varlığıyla satış ağını güçlendirmekte ve satış sonrası hizmetler de sağlayarak müşteri bağlılığını artırmayı ve uzun vadede de karlılığını korumayı hedeflemektedir.

Tablo: Yabancı Benzer Şirketler

Yurtdışı Şirketler	2023	2024	2025
ABB Ltd (SWX:ABBN)	17,25	15,54	14,13
CG Power and Industrial Solutions Limited (NSEI:CGPOWER)	70,29	75,51	60,02
DAIHEN Corporation (TSE:6622)	13,90	12,70	11,23
Eaton Corporation plc (NYSE:ETN)	27,38	24,57	22,21
Fortune Electric Co., Ltd. (TWSE:1519)	50,38	29,65	19,87
General Electric Company (NYSE:GE)	22,18	23,77	20,82
Hainan Jinpan Smart Technology Co., Ltd. (SHSE:688676)	27,65	19,66	14,58
Hammond Power Solutions Inc. (TSX:HPS.A)	15,01	10,03	9,05
Hitachi Energy India Limited (NSEI:POWERINDIA)	141,67	130,56	64,53
Hyosung Heavy Industries Corporation (KOSE:A298040)	9,83	7,76	6,35
Koncar - distributivni i specijalni transformatori d.d. (ZGSE:KODT)	8,03	9,02	8,84
Mitsubishi Electric Corporation (TSE:6503)	8,87	8,77	8,33
Schneider Electric S.E. (ENXTPA:SU)	19,81	17,25	15,56
Shihlin Electric & Engineering Corp. (TWSE:1503)	31,78	17,29	14,21
Siemens Aktiengesellschaft (XTRA:SIE)	15,43	12,56	11,56
Voltamp Transformers Limited (NSEI:VOLTAMP)	31,03	30,69	30,08
Medyan	15,01	12,56	11,23

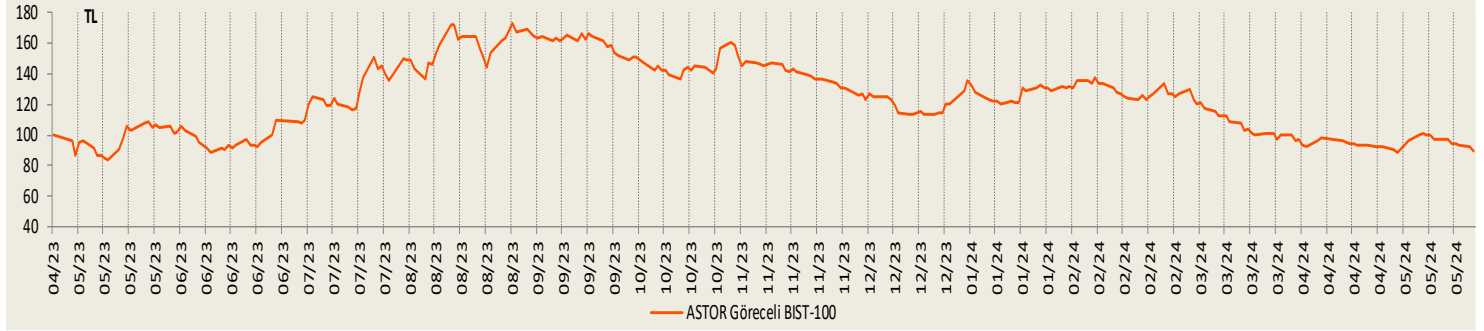
Kaynak: İş Yatırım

Değerleme Özeti

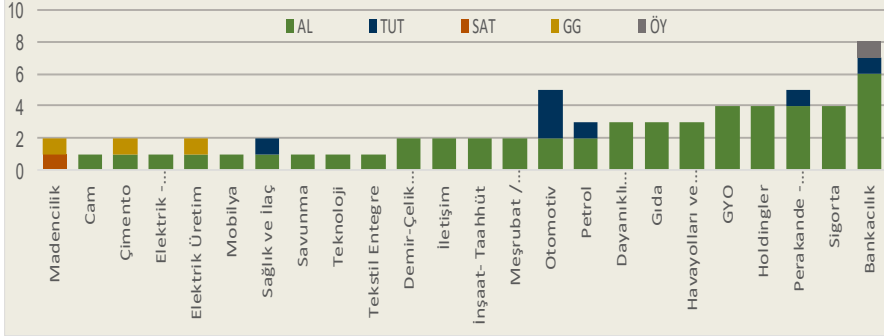
	Değer	Ağırlık
İNA 1 Yıllık Hedef Değer, mn \$	2,999	50%
Çarpan Değerlemesi (%20 iskonto), mn \$	3,610	50%
Hedef Değer mn \$	3,305	
Hedef Değer mn TL	133,343	

Astor Enerji

Göreceli Getiri / Öneriler



Şirket Sayısı



Takip Listesi Dağılımı



Burada yer alan bilgiler İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından bilgilendirme amacı ile hazırlanmıştır. 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 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. Bu nedenle, sadece burada yer alan bilgilere dayanarak yatırım kararı verilmesi beklentilerinize uygun sonuçlar doğurmayabilir.

Burada yer alan fiyatlar, veriler ve bilgilerin tam ve doğru olduğu garanti edilemez; içerik, haber verilmeksizin değiştirilebilir. Tüm veriler, İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan alınmıştır. Bu kaynakların kullanılması nedeni ile ortaya çıkabilecek hatalardan İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş. sorumlu değildir.

Bu içeriğe ilişkin tüm telif hakları İş Yatırım Menkul Değerler A.Ş.'ye aittir. Bu içerik, açık iznimiz olmaksızın başkaları tarafından herhangi bir amaçla, kısmen veya tamamen çoğaltılamaz, dağıtılamaz, yayımlanamaz veya değiştirilemez.