

Ankara Fabrika Ziyaretleri – Analist Notları

ASELSAN | Türk Traktör | Astor Enerji

11 Eylül 2026 Cuma

Ankara Fabrika Ziyaretleri — Özet

Dün Ankara'da fabrika ziyaretleri gerçekleştirdik. Uzun süredir yakından takip ettiğimiz ASELSAN, ASTOR Enerji ve Türk Traktör'ün üretim tesislerini ziyaret ederek şirketlerin mevcut operasyonlarını, kapasite görünümünü ve önümüzdeki döneme ilişkin beklentilerini yerinde değerlendirme fırsatı bulduk.

Ankara ziyaretlerinden bizim açımızdan en olumlu iki çıktı ASELSAN ve ASTOR tarafında oldu. Her iki şirket için de olumlu görüşümüzü ve AL önerimizi koruyoruz. Türk Traktör'de ise şirket özelinde ciddi bir operasyonel sorun görmüyoruz; ancak yatırım görünümünün yeniden güçlenmesi için iç pazarda talep ve finansman koşullarının normalleşmesi gerektiğini düşünüyoruz.

ASELSAN — Gölbaşı yerleşkesinde yaklaşık üç saat süren oldukça kapsamlı bir ziyaret gerçekleştirdik. Yerleşkenin büyüklüğü ve faaliyetlerin genişliği nedeniyle tesisin tamamını gezmek mümkün olmadı. Bizim açımızdan ziyaretin en önemli çıktısı, ASELSAN'ın üretim, mühendislik ve sistem entegrasyonu kapasitesini fiziki olarak görmek oldu. Daha önce şirketin yeni projeleri karşılayabilecek kapasiteye sahip olup olmadığı konusunda bazı soru işaretlerimiz bulunuyordu. Ziyaret sonrasında, yakın vadede yeni proje alımını sınırlayacak genel bir kapasite darboğazı olmadığı yönündeki görüşümüz güçlendi. Özellikle Çelik Kubbe tarafında sistemin nasıl çalıştığını, farklı radar, haberleşme, elektro-optik ve komuta-kontrol sistemlerinin nasıl entegre edildiğini görmek önemliydi. Çelik Kubbe'nin tek seferlik bir projeden ziyade, uzun yıllar boyunca yeni sistem ve modernizasyon talepleriyle devam edecek bir yapı olması da büyüme görünümünü destekliyor. 2026'da yaklaşık USD11m'lık yeni sipariş ve yıl sonunda USD25.5-26m'lık seviyesinde backlog beklentimiz, şirketin uzun vadeli gelir görünürlüğünü güçlendiriyor. **ASELSAN için olumlu görüşümüzü ve AL önerimizi koruyoruz.**

ASTOR Enerji — ASTOR ziyaretinde ana odağımız mevcut operasyonlardan ziyade devam eden kapasite yatırımı, yeni fabrikanın ilerleme seviyesi ve ABD siparişlerinin teslimat takvimi oldu. Yeni fabrika yatırımında oldukça hızlı bir ilerleme gözlemledik. Anahtarlar tarafındaki tesis büyük ölçüde tamamlanmış durumda ve üretim başlamış bulunuyor. Güç transformatörü tarafında ise inşaat üç vardiya devam ediyor. Şirket yıl sonu tamamlanma hedefini korurken, yeni kapasitenin 2027'nin ilk çeyreğinde üretime katkı vermeye başlamasını bekliyoruz. Mevcut ilerleme seviyesini 2027 kapasite artışı planıyla uyumlu görüyoruz. Yaklaşık USD2m'lık backlog, bunun yaklaşık USD1.4m'lık kısmının ABD siparişlerinden oluşması, güçlü küresel transformatör talebi ve veri merkezi kaynaklı yeni siparişler 2027 ve sonrası büyüme görünümünü destekliyor. Bunun yanında şirketin dikey entegrasyonu artıracak yatırımlarının tedarik zinciri ve teslimat süreleri açısından da olumlu katkı sağlamasını bekliyoruz. **ASTOR için de olumlu görüşümüzü ve AL önerimizi koruyoruz.**

Türk Traktör — Türk Traktör tarafında şirket özelinde ciddi bir operasyonel bozulma görmüyoruz. Mevcut zayıflığın ana kaynağı iç pazardaki belirgin daralma ve buna bağlı düşük kapasite kullanımı. Fabrikalarda yaklaşık 1-1.5 vardiya çalışması da mevcut talep koşullarını net şekilde gösteriyor. İhracat tarafında son dönemde bir miktar iyileşme görülse de bunun henüz anlamlı bir toparlanmaya işaret ettiğini düşünmüyoruz. Özellikle Ziraat Bankası kaynaklı finansman imkanlarının ve teşviklerin azalması iç talebi baskılamaya devam ediyor. Türkiye traktör parkının oldukça yaşlı olması uzun vadede yenileme ihtiyacını destekliyor; ancak kısa vadede belirgin bir katalizör bulunmuyor. Türk Traktör'de daha güçlü bir yatırım hikayesi için iç pazar talebinde ve finansman koşullarında iyileşme görmemiz gerektiğini düşünüyoruz. Kısa vadede temkinli duruşumuzu koruyoruz.

Ankara fabrika ziyaretleri ASELSAN ve ASTOR tarafındaki olumlu görüşümüzü destekledi ve her iki hissede de AL önerimizi koruyoruz. Türk Traktör'de ise şirket özelinde önemli bir sorun görmemekle birlikte, daha güçlü bir katalizör için iç pazar dinamikleri ve finansman koşullarındaki iyileşmeyi beklemek gerektiğini düşünüyoruz.

ASELSAN – Gölbaşı Yerleşkesi - Görüşümüz: Olumlu | AL görüşümüzü koruyoruz

ASELS

Kapanış Fiyatı (TL)	398.50
Piyasa Değeri (milyon TL)	1,817,160
Hisse Sayısı (milyon)	4,560
Fili Dolaşım Oranı	25.78
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL)	468,544
Pazar Yapısı	Yıldız Pazar
Bulunduğu Endeks	XJTEK
Sektör	İletişim ve Savunma

Rasyolar	2022	2023	2024	2025
FD/FAVÖK	2.7x	5.2x	6.4x	32.9x
F/K	23.3x	9.5x	11.5x	51.5x
FD/Satışlar	0.6x	1.1x	1.6x	8.6x
Net Borç/FAVÖK	0.6x	0.8x	0.5x	0.3x
Özkaynak Karlılığı	2%	8%	11%	12%
Hisse Başına Kar (TL)	0.63	3.56	5.17	7.73

TUFEBAZ (TL mn)	2022	2023	2024	2025
Ciro	148,793	163,776	185,283	212,492
Brüt Kar	39,687	44,743	58,816	67,626
Brüt Kar Marjı	26.7%	27.3%	31.7%	31.8%
FAVÖK	31,245	35,668	46,602	55,735
FAVÖK Marjı	21.0%	21.8%	25.2%	26.2%
Net Kar/(Zarar)	2,853	16,224	23,581	35,268.5
Net Kar Marjı	1.9%	9.9%	12.7%	17%
Net Borç	18,872	29,660	24,547	16,451

Hisse performansı	3A	6A	12A	YBB
Nominal Hisse Getirisi	5.8%	19.2%	124.9%	72.0%
XJTEK Nominal getirisi	-1.8%	18.3%	91.9%	63.2%
Hisse Rölatif (BIST 100)	1.0%	9.1%	65.4%	34.6%
XJTEK Rölatif Getirisi	-6.3%	8.3%	41.1%	27.7%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	34.9	30.3	33.9	35.7
Ortalama İşlem Hacmi (TLmn)	13,174	11,476	10,470	12,496

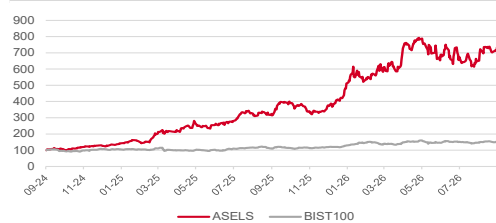
Kısaca Şirket

1975 yılında kurulan ASELSAN, Türkiye'nin önde gelen savunma elektroniği ve teknoloji şirketlerinden biridir. Şirket; radar, hava savunma, elektronik harp, haberleşme, elektro-optik, avyonik, komuta-kontrol ve güdümlü sistemleri başta olmak üzere geniş bir ürün portföyüne sahiptir. Türk Silahlı Kuvvetleri'nin yanı sıra yurt dışındaki müşterilere de hizmet veren ASELSAN, son yıllarda artan ihracat sözleşmeleriyle uluslararası pazarlardaki varlığını güçlendirmektedir. Şirketin büyüme görünümünde güçlü sipariş bakiyesi, Çelik Kubbe gibi stratejik projeler, artan savunma harcamaları ve yerleşime çalışmaları öne çıkmaktadır. ASELSAN ayrıca ulaşım, enerji, güvenlik ve sağlık teknolojileri alanlarında da faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı

Türk Silahlı Kuvvetlerini Güçlendirme Vakfı	74.20%
Ali Gökhan Öztürk	20.20%
Ramin Malek	5.36%
Diğer	25.80%

ASELS Hisse Performansı



Global Araştırma

+90 (212) 244 5567
www.global.com.tr

- ASELSAN'ın Gölbaşı yerleşkesinde yaklaşık **3 saatlik kapsamlı bir fabrika/tesis ziyareti** gerçekleştirdik. Yerleşkenin büyüklüğü ve faaliyetlerin genişliği nedeniyle bu süre içerisinde dahi tesisin tamamını gezmek mümkün olmadı.
- Ziyaretin bizim açımızdan en önemli çıktılarından biri, ASELSAN'ın faaliyet ölçeğini ve teknolojik kabiliyetlerini **fiziki olarak gözlemleme** imkanı sağlaması oldu. Özellikle şirketin mevcut kapasitesinin yeni projeleri karşılayıp karşılayamayacağı konusunda daha önce sahip olduğumuz soru işaretleri önemli ölçüde azaldı.
- Gözlemlerimiz, ASELSAN tarafında yakın vadede yeni proje alımını sınırlayabilecek genel bir **kapasite darboğazının bulunmadığına** işaret ediyor. Şirketin üretim altyapısının yanı sıra mühendislik, test ve sistem entegrasyonu kabiliyeti de yüksek sipariş büyümesini destekleyebilecek ölçekte görünüyor.
- Çelik Kubbe**, ziyaretin en dikkat çekici bölümlerinden biriydi. Sistemin yalnızca farklı hava savunma platformlarının bir araya getirilmesinden ibaret olmadığı; radarlar, haberleşme sistemleri, elektro-optik sistemler ve komuta-kontrol altyapısı üzerinden tehditlerin nasıl tespit edilip takip edildiğini sahada daha net görme imkanı bulduk.
- Özellikle Türkiye sınırları ve hava sahasının nasıl takip edildiği, farklı tehditlerin nasıl sınıflandırıldığı ve ilgili sistemlerin birbirleriyle nasıl haberleştiği konusunda yapılan gösterimler, **Çelik Kubbe'nin bir "sistemler sistemi" niteliğini** daha iyi anlamamızı sağladı.
- Çelik Kubbe'nin yaklaşık **10 yıllık bir program** olması bekleniyor. Projenin tek seferlik bir siparişten ziyade, her yıl ilave sistem, kapasite, modernizasyon ve yeni ihtiyaçlarla **sürekli sipariş ve gelir katkısı yaratabilecek uzun vadeli bir platform** niteliğinde olduğunu düşünüyoruz.
- Ziyarette ağırlıklı olarak **Hava savunma sistemleri, radar, elektro-harp, elektro-optik ve haberleşme sistemleri** gözlemledik; bazı ürünleri operasyonel araçlar/platformlar üzerine entegre edilmiş halleriyle inceleme imkanımız oldu. Şirketin faaliyet gösterdiği ürün grubuna göre değişmekle birlikte, **%80'in üzerine kadar çıkabilen yerlilik oranları** da dikkat çekiciydi.
- Sipariş tarafında, 2026 yılının tamamında yaklaşık **USD11mrlr yeni sipariş** alınmasını bekliyoruz. İlk 6 ayda yaklaşık **USD5mrlr** seviyesinde yeni sipariş eklenirken, yıl sonu itibarıyla toplam sipariş bakiyesinin **USD25.5-26.0mrlr** seviyesine ulaşması öngörüyoruz.
- Beklenen USD11mrlr yeni siparişin yaklaşık **USD8mrlr'lik kısmının yurt içi, USD3mrlr'lik kısmının ise yurt dışı projelerden** gelmesi bekleniyor. Bu görünüm, yurt içi savunma projelerinin şirketin uzun vadeli backlog görünürlüğündeki ağırlığını koruduğunu gösteriyor.
- İhracat tarafında ise yurt dışı projelerin daha kısa teslimat sürelerine sahip olması, siparişlerin gelire daha hızlı dönüşmesini destekliyor. Şirket, toplam gelirler içerisindeki ihracat payının kademesi olarak **2030 civarında %30 seviyesine** ulaşmasını hedefliyor. Buna karşılık, yurt içindeki uzun vadeli projelerin backlog içerisindeki yüksek ağırlığı nedeniyle yurt içi siparişlerin gelir dönüşüm hızının görece daha düşük kalmasını bekliyoruz.
- Yönetimin önümüzdeki dönemde sonuçlanmasını beklediği yeni projeler bulunuyor. Bunun yanında bazı projelerde **rakiplerden pazar payı kazanıldığına** yönelik örnekler de paylaşıldı. Yönetimin bu konudaki anlatımını güçlü ve ikna edici bulduk.
- Ziyaret sonrasında bizim açımızdan ana soru, ASELSAN'ın yeni sipariş alıp alamayacağından ziyade, **hızla büyüyen backlog'un hangi hızda gelire dönüşeceği ve ihracat payındaki artışın gelir karmasına nasıl yansıtacağı** haline geliyor.
- Sonuç olarak ziyaret, ASELSAN'ın hem teknolojik derinliği hem kapasitesi hem de önümüzdeki yıllardaki proje potansiyeli açısından mevcut olumlu görüşümüzü destekledi.

- ASELSAN için AL görüşümüzü koruyoruz.

TÜRK TRAKTÖR - Görüşümüz: Kısa vadede temkinli / toparlanma için iç pazarın normalleşmesi gerekiyor

Türk Traktör

Kapanış Fiyatı (TL)	439.75
Piyasa Değeri (milyon TL)	44,004
Hisse Sayısı (milyon)	100
Fili Dolaşım Oranı	24.94
Fili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL)	10,974
Pazar Yapısı	Yıldız Pazar
Bulunduğu Endeks	XMESY
Sektör	Otomotiv

Rasyolar	2022	2023	2024	2025
FD/FAVÖK	1.1x	1.3x	5.7x	9.3x
F/K	1.6x	2.6x	9.2x	82.2x
FD/Satışlar	0.1x	0.3x	0.8x	0.9x
Net Borç/FAVÖK	-0.3x	-0.5x	0.3x	1.8x
Özkaynak Karlılığı	47%	61%	34%	3%
Hisse Başına Kar (TL)	95.85	207.76	88.42	5.35

TUFEBAZ (TL mn)	2022	2023	2024	2025
Ciro	92,127	130,042	103,226	63,399
Brüt Kar	14,351	34,697	19,913	8,717
Brüt Kar Marjı	15.6%	26.7%	19.3%	13.7%
FAVÖK	10,935	29,360	15,133	5,836
FAVÖK Marjı	11.9%	22.6%	14.7%	9.2%
Net Kar/(Zarar)	9,591	20,789	8,848	536
Net Kar Marjı	10.4%	16.0%	8.6%	0.8%
Net Borç	-3,472	-14,584	4,883	10,297

Hisse performansı	3A	6A	12A	YBB
Nominal Hisse Getirisi	1.1%	-2.4%	-23.9%	-15.4%
XMESY Nominal getirisi	3.7%	19.1%	26.8%	40.2%
Hisse Rölatif (BIST 100)	-3.5%	-10.6%	-44.0%	-33.8%
XMESY Rölatif Getirisi	-0.9%	9.0%	-6.7%	9.7%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	0.1	0.2	0.2	0.2
Ortalama İşlem Hacmi (TLmn)	54	72	101	106

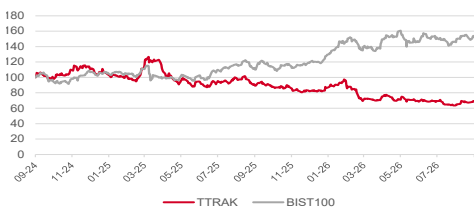
Kısaca Şirket

1954 yılında kurulan TürkTraktör, traktör, biçerdöver ve diğer tarım makine ve ekipmanları ile bunların motor ve parçalarının tasarım ve üretimini gerçekleştirmektedir. Şirket, ürettiği ürünlerin yurt içi ve yurt dışı satışını yaparken, aynı zamanda ithalat, pazarlama ve satış sonrası hizmetleri de sunmaktadır. Tarım makinelerinin yanı sıra çeşitli iş makinelerinin üretimi, ithalatı, yurt içi satışı ve satış sonrası hizmetlerinde de faaliyet gösteren TürkTraktör, geniş bayi ve servis ağıyla Türkiye tarım sektörünün önde gelen üreticilerinden biridir. Şirket, güçlü üretim altyapısı ve ihracat kabiliyetiyle uluslararası pazarlarda da faaliyet göstermektedir.

Ortaklık Yapısı

Cnh Österreich GmbH	37.50%
Koç Holding Anonim Şirketi	37.50%
Diğer	25.00%

Türk Traktör Hisse Performans



- Türk Traktör ziyaretinde hem fabrikadaki mevcut üretim koşullarını hem de **Türkiye traktör pazarındaki daralmayı** değerlendirdik.
- Şirket özelinde belirgin bir operasyonel problem görmüyoruz. Mevcut zayıflığın ana kaynağı, **iç pazardaki keskin daralma ve buna bağlı kapasite kullanım oranındaki düşüş**.
- Fabrikalarda üretim devam etmekle birlikte yaklaşık **1–1,5 vardiyalık çalışma düzeni**, Türk Traktör'ün tarihsel olarak alışık olduğu üretim seviyelerinin oldukça altında kalıyor.
- İhracat adetlerinde son dönemde bir miktar iyileşme görülse de yönetim bunu henüz **belirgin bir talep toparlanması olarak değerlendirmiyor**. Mevcut koşulların yakın vadede büyük ölçüde devam etmesi bekleniyor.
- İç pazarda talep üzerinde en önemli baskılardan biri **finansmana erişim koşulları**. Özellikle Ziraat Bankası kanalıyla sağlanan uygun koşullu finansman ve teşviklerin azalması, çiftçinin traktör talebini olumsuz etkiliyor.
- Buna ek olarak **tarımsal rekolte, hava koşulları, ürün fiyatları ve çiftçinin satın alma gücü** traktör talebinin normalleşme zamanlaması açısından kritik olmaya devam ediyor.
- Türkiye'nin traktör parkının oldukça yaşlı olması ve teorik olarak önemli bir yenileme ihtiyacı bulunması uzun vadeli talep açısından destekleyici. Ancak bu konu uzun yıllardır gündemde olmasına rağmen parkın yenilenmesini hızlandıracak **somut bir program henüz bulunmuyor**.
- Yönetim, orta vadede geçmişte görülen **55–65bin adetlik** Türkiye pazar seviyelerine kısa sürede dönüşü gerçekçi bulmuyor. Buna karşılık piyasanın yeniden **35–45bin adet** bandına ulaşması daha makul bir orta vadeli normalleşme senaryosu olarak görülüyor.
- Dolayısıyla Türk Traktör'de ana yatırım hikayesi şirket özelindeki operasyonel iyileşmeden ziyade **Türkiye traktör pazarının dipten dönüş zamanlamasına** bağlı olmaya devam ediyor.
- Mevcut aşamada şirketin operasyonel yapısında bir bozulma görmesek de **anlamlı bir pozitif katalizör için iç pazar talebinde ve finansman koşullarında iyileşme görmek gerektiğini** düşünüyoruz.

ASTOR ENERJİ: Görüşümüz: Olumlu | AL görüşümüzü koruyoruz

Astor Enerji

Kapanış Fiyatı (TL)	285.25
Piyasa Değeri (milyon TL)	284,680
Hisse Sayısı (milyon)	998
Filili Dolaşım Oranı	42.73
Filili Dolaşım Piyasa Değeri (milyon TL)	121,651
Pazar Yapısı	Yıldız Pazar
Bulunduğu Endeks	XMESY
Sektör	Elektrik Malzemeleri

Rasyolar	2022	2023	2024	2025
FD/FAVÖK	0.4x	6.1x	7.0x	21.1x
F/K	0.0x	8.2x	12.4x	31.5x
FD/Satışlar	0.1x	2.1x	2.1x	6.6x
Net Borç/FAVÖK	0.4x	-0.3x	-0.7x	-0.7x
Özkaynak Karlılığı	31%	38%	24%	23%
Hisse Başına Kar (TL)	4.55	10.25	7.76	9.05

TUFEBAZ (TL mn)	2022	2023	2024	2025
Ciro	30,674	37,642	41,038	41,558.37
Brüt Kar	9,314	14,415	14,192	15,355.68
Brüt Kar Marjı	30.4%	38.3%	34.6%	36.9%
FAVÖK	8,046	12,900	12,286	13,074
FAVÖK Marjı	26.2%	34.3%	29.9%	31%
Net Kar/(Zarar)	4,541	10,233	7,745	9,031
Net Kar Marjı	15%	27.2%	18.9%	22%
Net Borç	2,825	-4,307	-9,210	-9,332

Hisse performansı	3A	6A	12A	YBB
Nominal Hisse Getirisi	0.1%	46.2%	148.0%	144.0%
XMESY Nominal getirisi	3.7%	19.1%	26.8%	40.2%
Hisse Rölatif (BIST 100)	-4.4%	33.8%	82.4%	90.9%
XMESY Rölatif Getirisi	-0.9%	9.0%	-6.7%	9.7%
Ortalama İşlem Adedi (mn)	32.1	33.8	30.5	34.8
Ortalama İşlem Hacmi (TLmn)	9,960	9,586	6,587	8,603

Kısaca Şirket

1983 yılında kurulan ASTOR Enerji, endüstri tesisleri ile elektrik üretim, iletim ve dağıtım sektörlerinin ihtiyaç duyduğu transformatörler ile orta ve yüksek gerilim anahtarlama ürünlerinin üretimini gerçekleştirmektedir. Şirket ayrıca üretimde kullanılan makine, teçhizat, hammadde, mamul ve yarı mamullerin ithalatı, ihracatı, alımı ve satımı faaliyetlerinde bulunmaktadır. ASTOR Enerji, ürettiği ürünlere yönelik satış sonrası hizmetler kapsamında saha kurulumu, devreye alma ve saha test hizmetleri de sunmaktadır. Şirket, artan üretim kapasitesi, güçlü ihracat ağı ve genişleyen ürün portföyüyle yurt içi ve uluslararası pazarlardaki konumunu güçlendirmeyi hedeflemektedir.

Ortaklık Yapısı

Enver Geçgel	20.00%
Feridun Geçgel	37.25%
Diğer	42.75%

Astor Enerji Hisse Performans



Global Araştırma

+90 (212) 244 5567

www.global.com.tr

- ASTOR ziyaretinde ana odağımız, halihazırda yakından takip ettiğimiz mevcut operasyonlardan ziyade devam eden kapasite artışı, yeni fabrika yatırımının fiziksel ilerlemesi, 2027 ramp-up süreci ve ABD siparişlerinin teslimat takvimi oldu.
- Yeni yatırım sahasında oldukça hızlı bir ilerleme gözlemledik. Geniş bir alanda önemli ölçekli kapasite yatırımı devam ederken inşaat faaliyetlerinin 3 vardiya, 24 saat sürdürüldüğü belirtildi.
- Anahtarlama ürünleri tarafındaki yeni yatırım büyük ölçüde tamamlandı ve operasyonlar başladı. Güç transformatörü kapasitesini artıracak ana tesiste ise inşaat devam ediyor; çatı ve kaba inşaat tarafında önemli ilerleme sağlanmış durumda.
- Bununla birlikte olası sınırlı bir gecikmenin 2027 ramp-up planını bozmasını beklemiyoruz. Şirket gerektiğinde çift vardiya yerine 3 vardiya üretim ile planlanan üretim artışını yakalayabileceğini belirtiyor.
- Yeni tesiste kapasite kullanım oranının 2027 başında yaklaşık %40, yıl sonunda ise %60 seviyesine ulaşması hedefleniyor. Böylece 2027 ortalama KKO'nun yaklaşık %50 olması bekleniyor.
- Güç transformatörlerinde küresel talebin güçlü kalmaya devam ettiği belirtilirken, veri merkezi kaynaklı siparişlerde de artış gözleniyor. Bu nedenle mevcut aşamada yeni kapasitenin doldurulmasına ilişkin belirgin bir talep riski görmüyoruz.
- Şirketin toplam backlog'u yaklaşık USD2.0mlr seviyesine ulaşmış durumda. Bunun yaklaşık USD1.4mlr'lik bölümünü ABD siparişleri oluşturuyor.
- ABD teslimatlarının hızlanmasıyla şirketin ihracat payında, gelir görünürlüğünde ve gelir kalitesinde belirgin iyileşme bekliyoruz.
- Şirketin ABD pazarına yönelik yatırım değerlendirmeleri devam ediyor. Mevcut aşamada henüz kesinleşmiş bir yatırım kararı bulunmamakla birlikte, ABD tarafındaki güçlü sipariş görünümü ve büyüme potansiyeli nedeniyle bu alandaki gelişmeleri yakından takip ediyoruz.
- Orta vadeli satış büyümesi açısından güçlü görünümün devam etmesini bekliyoruz. Modelimizde satış gelirlerinin 2026T USD1,155mn / 2027T USD1,608mn / 2028T USD2,125mn / 2029T USD2,552mn seviyesinde gerçekleşmesini öngörüyoruz.
- 2026 FAVÖK marjı tarafında mevcut beklentimiz yaklaşık %32 seviyesindeyken, şirketin ilk 6 aylık güçlü operasyonel görünümü üzerinde olabileceğine işaret etmekte. 2027'de yeni fabrikanın devreye girmesiyle kapasite artışının satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz. Bununla birlikte ramp-up sürecinde yüksek hammadde alımları ve yeni personel giderlerinin marjlar üzerinde sınırlı ve geçici bir baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede 2027 FAVÖK marjı tahminimizi %32,5 seviyesinde koruyoruz. Orta vadede kapasite kullanım oranının yükselmesi ve operasyonel ölçeğin artmasıyla birlikte FAVÖK marjının yeniden güçlenerek %35 ve üzeri seviyelere ulaşabileceğini düşünüyoruz.

- Yeni kapasite öncesinde personel alımları başlamış durumda. Özellikle mühendislik kadrolarında işe alımlar sürerken şirketin yalnızca Türkiye'den değil yurt dışından da nitelikli personel istihdam ettiği belirtildi. Personelin kapasite devreye girmeden kademeli olarak şirkete dahil edilmesi operasyonel hazırlık açısından olumlu olmakla birlikte, kısa vadede personel giderlerinde artış yaşanabilir.
- **2027'de yeni fabrikanın devreye girmesiyle kapasite artışının satış büyümesini desteklemesini bekliyoruz.** Bununla birlikte ramp-up sürecinde yüksek hammadde alımları ve yeni personel giderlerinin marjlar üzerinde sınırlı ve geçici bir baskı yaratabileceğini düşünüyoruz. Bu çerçevede 2027 FAVÖK marjı tahminimizi %32,5 seviyesinde koruyoruz. Orta vadede kapasite kullanım oranının yükselmesi ve operasyonel ölçeğin artmasıyla birlikte FAVÖK marjının yeniden güçlenerek %35 ve üzeri seviyelere ulaşabileceğini düşünüyoruz.
- **Yeni kapasite öncesinde personel alımları başlamış durumda.** Özellikle mühendislik kadrolarında işe alımlar sürerken şirketin yalnızca Türkiye'den değil yurt dışından da nitelikli personel istihdam ettiği belirtildi. Personelin kapasite devreye girmeden kademeli olarak şirkete dahil edilmesi operasyonel hazırlık açısından olumlu olmakla birlikte, kısa vadede personel giderlerinde artış yaratacak.
- **Bu nedenle kapasite artışının ilk döneminde ciro büyümesinin marj iyileşmesinden daha hızlı gerçekleşmesini, marj katkısının ise ramp-up ilerledikçe güçlenmesini bekliyoruz.**
- Hammadde tarafında şirket, özellikle bakır fiyatlarındaki artışların satış fiyatlarına yansıtılabildiğini belirtti. Biz halen fiyatların müşteriye yansıtılmasındaki zamanlama farkı ve yeni kapasite öncesindeki yüksek hammadde alımları nedeniyle, hammadde fiyatlarını kısa vadede marjlar üzerinde sınırlı bir baskı riski olarak görmeye devam ediyoruz.
- **Yeni fabrika yatırımı aynı zamanda şirketin dikey entegrasyonunu artıracak.** Daha önce dışarıdan tedarik edilen ve zaman zaman teslimat sürelerinde darboğaz yaratan bazı girdilerin şirket bünyesinde üretilmesi planlanıyor. Bunun orta vadede tedarik güvenliğini artırmasını ve teslimat sürelerini iyileştirmesini bekliyoruz.
- **Mevcut yatırım programı kapsamında yaklaşık USD250mn CAPEX öngörülüyor.** Bunun yaklaşık USD150mn'lik bölümünün 2026'da, yaklaşık USD75mn'lik bölümünün ise 2027'de kullanılması planlanıyor.
- **Suriye pazarı** da mevcut tahminlere dahil olmayan potansiyel bir yukarı yönlü opsiyon olarak öne çıkıyor. Pazarın açılması halinde şirket bölgede yaklaşık USD100–150mn satış potansiyeli bulunduğunu ve buradaki marjların Avrupa pazarına benzer seviyelerde gerçekleşebileceğini düşünüyoruz.
- **Fabrika ziyareti sonrasında kapasite artışının ölçeğini ve yatırımın fiziksel ilerlemesini yerinde görmek, ASTOR'un 2027 ve sonrası büyüme hikayesine olan güvenimizi destekledi. ABD backlog'unun güçlü seyri, veri merkezi talebi, yeni kapasitenin devreye girmesi ve potansiyel yeni pazarlar orta vadeli büyüme görünümünü desteklerken; 2027'de ramp-up kaynaklı giderler ve hammadde fiyatları marjlar açısından izlenmesi gereken başlıca konular olmaya devam ediyor.**
- **Son dönemde hissede görülen satışların şirketin temel görünümünde bir bozulmadan kaynaklandığını düşünüyoruz. ASTOR için AL görüşümüzü ve olumlu uzun vadeli beklentimizi koruyoruz.**