

ASELSAN

Rekor yüksek bakiye siparişler, tahminlere paralel operasyonel sonuçlar...

Aselsan (ASELS TI, E.A.G., 12A HF: 148TL), 3Ç25'te 4,7 milyar TL net kar açıkladı, beklentilerimizin yaklaşık %38, piyasa ortalamasının ise %53 üzerinde gerçekleşti. Tahminlerimizden sapmada parasal kayıp kalemi etkili oldu. Net kar, 3Ç24'teki 2,7 milyar TL seviyesinden 4,7 milyar TL'ye yükselirken, bu artışın ana nedeni 2,3 milyar TL daha düşük parasal kayıp oldu. Operasyonel göstergeler genel olarak piyasa beklentileriyle uyumlu gerçekleşti. TL'nin reel değerlenmesine rağmen gelirler yıllık bazda %14 artarak 33,1 milyar TL'ye ulaştı (AK Yatırım: 33,4 milyar TL, Konsensüs: 32,3 milyar TL). Bu büyümede 3Ç25'te elde edilen 2,9 milyar USD tutarındaki güçlü yeni proje kazanımları ve mega projelerdeki teslimatlar etkili oldu. FAVÖK yıllık bazda reel %25 artışla 8,2 milyar TL'ye yükseldi.

Alınan sipariş ivmesi güçlü seyrini koruyor. Aselsan, 3Ç25'te 2,9 milyar USD tutarında yeni sipariş alarak yılbaşından bu yana alınan işlerini 5,7 milyar USD'ye çıkardı ve bakiye sipariş büyüklüğünü 2Ç25'teki 16 milyar USD'den 18 milyar USD'ye taşıdı. Son 12 ayda toplam 9,2 milyar USD'lik yeni siparişle sipariş birikimi yıllık bazda %42 artarak 17,9 milyar USD'ye ulaştı. Bu güçlü ivme, hem yurt içi savunma projeleri hem de artan ihracat talebiyle desteklenerek Aselsan'ın stratejik konumunu güçlendirdi.

Bakiye siparişlerdeki artış, orta vadeli gelir görünürlüğünü desteklerken operasyonel ölçeklenebilirliği de güçlendiriyor. Aselsan'ın book-to-bill oranı son iki yılda yaklaşık 2,0x seviyesinde seyrediyor. Mevcut sipariş seviyesi, 2025 yılı için 1,5x'in üzerinde bir orana işaret ediyor ve güçlü sipariş trendinin devam ettiğini gösteriyor.

Yorum: Sipariş alma ivmesini olumlu değerlendiriyoruz ancak çeyreklik finansalları nötr buluyoruz. Modelimizde 2025 yıl sonu için toplam 7,3 milyar USD tutarında yeni proje kazanımı öngörüyoruz ve 1,8x book-to-bill oranı varsayıyoruz. Mevcut değerlendirme çarpanlarıyla Aselsan 1,2x FD/Bakiye Siparişler ve 19,1x 2025T FD/FAVÖK seviyelerinde işlem görüyor; bu da küresel savunma şirketlerine göre sırasıyla %6 ve %1 prim anlamına geliyor. Bu sınırlı primlerin Aselsan'ın güçlü büyüme görünümü, sağlam yurt içi konumu ve artan ihracat payıyla gerekçelendirilebilir olduğunu düşünüyoruz. Ancak çarpanlardaki yüksek seviye, sektörün uzun vadeli büyüme potansiyelinin büyük ölçüde fiyatlandığına işaret ediyor. Genel olarak sipariş akışı ve bakiye görünümüne olumlu, kısa vadeli karlılık dinamiklerine ise nötr yaklaşıyoruz.

Dönem Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar (TMS29'a göre)			Tahminlerle Karşılaştırma		
	3Ç25	3Ç24	y/y	AK Yat.	Kons.	Fark
Net Satışlar	33,132	29,073	14%	33,433	32,300	3%
FAVÖK	8,191	6,565	25%	8,191	7,900	4%
FAVÖK Marjı	24.7%	22.6%	214 bps	24.5%	24.5%	26 bps
Net Kar	4,696	2,671	76%	3,391	3,075	53%

Endeks Altında Getiri

Analist: Yusuf Karagöz
yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr
 Hakan Aygün
hakan.aygun@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI			
Tavsiye	Endeks Alt. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	148.00			
Güncel Fiyat, TL	197.30			
Getiri Potansiyeli	-25%			
Halka Açıklık Oranı	26%			
Piyasa Değeri, mn TL	899,688			
Firma Değeri, mn TL	900,718			

Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
------------------	------	-------	-------	-------

Özet UFRS Finansallar

Ciro, mn TL	120,206	171,735	237,998	333,039
FAVÖK, mn TL	30,234	45,835	69,362	96,345
Net Kâr, mn TL	15,299	22,730	37,453	60,306

Borçluluk

Net Borç, mn TL	15,925	13,782	17,331	32,286
Net Borç/FAVÖK	0.5	0.3	0.2	0.3

Karlılık

FAVÖK Marjı	25.2%	26.7%	29.1%	28.9%
Net Marj	12.7%	13.2%	15.7%	18.1%
Temettü Verimi	0.2%	0.1%	0.1%	0.2%

Büyüme

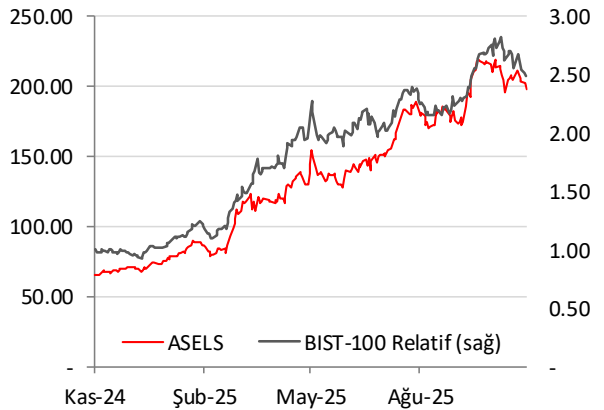
Ciro, y/y	63.3%	42.9%	38.6%	39.9%
FAVÖK, y/y	88.6%	51.6%	51.3%	38.9%
Net Kâr, y/y	109.9%	48.6%	64.8%	61.0%

Değerleme Verisi

	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	17.8	39.6	24.0	14.9
FD/FAVÖK	8.8	19.4	12.9	9.4
FD/Ciro	2.2	5.2	3.8	2.7

Hisse Verileri

	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-8.7%	4.7%	211.2%	172.1%
BİST-100 Relatif	-9.2%	4.1%	147.1%	145.1%
AOİH, mn TL	5,764	5,539	4,552	5,025



Gelir Tablosu (milyon TL)	3Ç24	3Ç25	9A24	9A25
Satış Gelirleri	29,073	33,132	80,931	90,873
Satışların Maliyeti	20,617	23,522	55,910	62,785
Brüt Kar	8,456	9,610	25,021	28,088
Operasyonel Giderler	2,830	2,754	8,823	9,168
Faaliyet Karı	5,626	6,857	16,198	18,920
Amortisman ve İtfa Payları	939	1,334	2,991	3,748
FAVÖK	6,565	8,191	19,189	22,668
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	-5,552	-1,639	-17,533	-16,266
Diğer Faaliyetlerden Gelir / (Gider)	4	649	2,954	7,354
Özkaynak Yöntemiyle Değ. Yatırım Karı / (Zararı)	-3	12	-33	-211
Yatırım Faaliyetlerinden Gelir / (Gider)	0	84	93	302
Finansal Gelir / (Gider)	-2,606	-1,728	-6,603	-8,020
Parasal Kazanç / (Kayıp)	-2,948	-655	-13,945	-15,691
Vergi Öncesi Kar	73	5,218	-1,335	2,654
Vergi Geliri / (Gideri)	2,731	-522	9,433	8,934
Dönem Vergi Geliri / (Gideri)	3	29	-16	-92
Ertelenmiş Vergi Geliri / (Gideri)	2,727	-551	9,448	9,026
Vergi Sonrası Net Kar	2,804	4,696	8,097	11,588
Azınlık Payları	133	-69	-89	-63
Net Kar	2,671	4,765	8,187	11,651

Bilanço (milyon TL)	4Ç24	3Ç25
Dönen Varlıklar	133,105	139,539
Nakit ve Nakit Benzerleri	20,868	14,438
Ticari Alacaklar	35,566	28,902
Stoklar	54,527	65,493
Diğer Dönen Varlıklar	22,144	30,706
Duran Varlıklar	171,436	184,780
Finansal Yatırımlar	10,147	10,144
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,671	1,388
Maddi Duran Varlıklar	46,922	50,663
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	27,383	35,678
Diğer Duran Varlıklar	85,313	86,908
Toplam Varlıklar	304,541	324,319
Kısa Vadeli Yükümlülükler	87,502	98,423
Finansal Borçlar	28,643	36,995
Ticari Borçlar	24,786	21,588
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	34,073	39,840
Uzun Vadeli Yükümlülükler	39,732	38,274
Finansal Borçlar	12,200	1,211
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,532	37,063
Özkaynaklar	177,307	187,622
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	175,977	186,355
Ödenmiş Sermaye	4,560	4,560
Rezerv ve Diğer Kalemler	67,628	67,966
Geçmiş Yıllar Karları / (Zararları)	84,600	102,179
Dönem Net Karı / (Zararı)	19,189	11,651
Azınlık Payları	1,330	1,267
Toplam Kaynaklar	304,541	324,319

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır.

Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.