

## Aselsan

## Endeksin Üzerinde Getiri

Cari Fiyat: 48,44TL  
12 Aylık Hedef: 70,60TL

Analist: Yusuf Karagöz

[yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr](mailto:yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr)

## 1Ç23 Bilanço Değerlendirmesi ve Değerlendirme Revizyonu

1Ç23 Beklenti – Gerçekleşme				Hisse Performansı		Marjlar	
TL milyon	Gerçek	Piyasa	Ak				
Satışlar	8,297	7,092	6,111	1A		1Ç22	Brüt
FAVÖK	1,907	1,700	1,438	3A		2Ç22	FAVÖK
marj	23.0%	24.0%	23.5%	SBB		3Ç22	
Net Kar	2,267	1,501	1,867			4Ç22	
						1Ç23	

**Net kar güçlü satış büyümesi sayesinde beklentileri aştı:** Aselsan 1Ç23'de 2.3 milyar TL net kar açıkladı. Yıllık bazda %34 büyüme gösteren net kar, piyasa beklentisi olan 1.5 milyar TL'nin %50 üzerinde gerçekleşti. Net kardaki pozitif sapma temel olarak satışların beklentileri aşmasından ve beklentilerin üzerinde kur farkı gelirlerinden kaynaklandı. Satışlar ve FAVÖK sırasıyla piyasa beklentisinin %17 ve %12 üzerinde gerçekleşti. Şirket'in cirosu yıllık %90 büyüme ile 8.3 milyar TL'ye ulaştı. Satışlardaki büyüme büyük ölçüde yurt içi satışlardan kaynaklandı. Satışların içerisinde ihracatın payı geçen yılki %15 seviyesinden %7'ye geriledi.

**Net borç seviyesi yatay seyretmeye devam ediyor:** Şirket 6.4 milyar TL net borç raporladı. Net Borç/FAVÖK rasyosu daha önceki çeyreklere benzer şekilde 1.0 olarak gerçekleşti. Mevcut net borç seviyesinin Aselsan için en kötü seviyeler olduğunu ve önümüzdeki dönemlerde Şirket'in nakit yapısını güçlendireceğini düşünüyoruz.

**Hedef değerimizi 70,60TL olarak tutuyor, tavsiyemizi ise "Nötr"den "Endeks Üzeri Getiri" olarak güncelliyoruz:** Hisse fiyatındaki son düşüşler, yukarı potansiyelimizi yaklaşık %46'ya çıkardı ve bu da "Endeks Üzeri Getiri" notunu hak ediyor. Şu anda, DCF odaklı modelimizi güncellemek için henüz önemli bir gelişme yaşanmadı. Şirket Yönetimi 2023 yılı için verdiği %40 ciro büyümesi ve %24'ün üzerinde FAVÖK marjı öngörüsünü henüz değiştirmedir. Bu nedenle, 70,60 TL/hisse olan hedef fiyatımızı koruyoruz ve tavsiyemizi "Nötr"den "Endeks Üzeri Getiri" seviyesine yükseltiyoruz. ASELS, mevcut tahminlerimize göre şu anda 8,5x 2023T FD/FAVÖK ile işlem görüyor ve bu da uluslararası emsallerine göre %33 iskontoya işaret ediyor. Hisse fiyatlarının düşmesinin yarattığı yukarı yönlü potansiyel, savunma sanayiindeki mega projelerde yaşanan gelişmeler ve net borç seviyelerine ilişkin en kötünün geride kaldığı yönündeki görüşlerimizi göz önünde bulundurularak hisseye ilişkin olumlu bir görüşe sahibiz. Aselsan'ın mevcut 8,2 milyar USD tutarındaki bakiye siparişlerinin ağırlıklı olarak dövizden (%85) oluştuğunu, şirket harcamalarının %63'ünün TL cinsinden olduğunu; dolayısıyla bu durumun TL'deki değer kaybına karşı bir koruma mekanizması sunduğunu hatırlatmak isteriz. Hisse fiyatı yılbaşıdan bu yana %22 oranında düşmesi ve yılın başından bu yana piyasanın %12 altında performans göstermesiyle bize göre iyi bir giriş noktası sunmaktadır.

**%0.36 temettü verimi ve %100 bedelsiz sermaye artırımını:** Genel Kurul 400 milyon TL brüt nakit temettü (yaklaşık 0,1754385TL/hisse) kararını onayladı. Temettü verimi %0.36'ya, temettü dağıtım oranı %3,4'e denk geliyor. Açıklanan temettü piyasa beklentisi olan 730 milyon TL'nin ve geçen sene dağıtılan 460 milyon TL'nin önemli ölçüde altında kaldı. Temettü dağıtımına en geç hak kullanım tarihi 22 Kasım olarak kesinleşti. Genel Kurul ayrıca sermayesini %100 bedelsiz sermaye artırımını ile 5.560 milyon TL'ye çıkarma kararını onayladı.

**Bakiye siparişler yatay seyrediyor fakat mega projelerdeki gelişmelerin takip edilmesi önemli:** Satışlar 1Ç23'te yıllık bazda %90 artış ile 8.3 milyar TL olarak gerçekleşti. Bu artışın temel sebebi proje teslimlerindeki gelişmeler. İlk çeyrekteki proje edinimleri 2023 yılında 180 milyon USD'den 383 milyon USD'ye yükseldi. Yeni proje edinimlerindeki artışa rağmen

yurt içi proje teslimlerinde yaşanan hızlanma sebebiyle bakiye siparişler 8.2 milyar USD seviyesinde yatay seyretti. Savunma sanayiindeki mega projelerdeki gelişmelerin önümüzdeki dönemlerde yeni proje edinimlerini güçlü şekilde arttıracığını ve bakiye siparişlerin 9.7 milyar USD seviyelerindeki eski zirvelerine yakınlaşacağını düşünüyoruz.

**Operasyonel marjlar hafif düştü ve şirket öngörülerinin hafif aşağısında gerçekleşti:** FAVÖK 1Ç23'te yıllık %84 artış ile 1.9 milyar TL'ye yükseldi. FAVÖK marjı 80 baz puan düşüş ile %23 olarak gerçekleşti. Serbest nakit akışı hala negatif fakat işletme sermayesi ihtiyaçları artışındaki yavaşlama sebebiyle bir iyileşme görülüyor.

**Yorum:** Sermaye arttırımı kararının onaylanması ve beklentilerin önemli ölçüde üzerinde gelen büyüme ve kar rakamlarına ilk tepkinin pozitif olacağını düşünüyoruz. Hedef fiyatımızı 70,60 TL/hisse olarak korurken, tavsiyemizi "Nötr" den "Endeks Üzeri Getiri" ye yükseltiyoruz.

<b>Gelir Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>4,365</b>	<b>6,476</b>	<b>6,887</b>	<b>17,553</b>	<b>8,297</b>	<b>20,139</b>	<b>35,282</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>1,313</b>	<b>2,106</b>	<b>2,023</b>	<b>6,341</b>	<b>2,513</b>	<b>6,649</b>	<b>11,783</b>
Operasyonel Giderler	407	575	768	1,150	794	1,579	2,900
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>906</b>	<b>1,531</b>	<b>1,255</b>	<b>5,191</b>	<b>1,719</b>	<b>5,070</b>	<b>8,883</b>
Amortisman ve İtfa Payları	131	137	147	174	188	432	589
<b>FAVÖK</b>	<b>1,037</b>	<b>1,669</b>	<b>1,402</b>	<b>5,365</b>	<b>1,907</b>	<b>5,502</b>	<b>9,472</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	465	835	342	-627	455	2,126	1,016
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>1,371</b>	<b>2,367</b>	<b>1,596</b>	<b>4,565</b>	<b>2,174</b>	<b>7,196</b>	<b>9,899</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	306	-247	342	1,568	80	-69	1,969
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>1,677</b>	<b>2,120</b>	<b>1,938</b>	<b>6,133</b>	<b>2,254</b>	<b>7,127</b>	<b>11,868</b>
Azınlık Payları	-19	-20	-18	9	-13	-3	-48
<b>Net Kar</b>	<b>1,696</b>	<b>2,140</b>	<b>1,956</b>	<b>6,124</b>	<b>2,267</b>	<b>7,131</b>	<b>11,916</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Satış Gelirleri	37.6%	70.4%	107.6%	78.3%	90.1%	25.1%	75.2%
Operasyonel Giderler	52.2%	-4.4%	111.4%	232.0%	95.1%	64.0%	83.7%
Faaliyet Karı	36.4%	47.0%	171.7%	78.9%	89.8%	39.2%	75.2%
FAVÖK	36.2%	46.3%	145%	77%	84.0%	40.1%	72.2%
Net Kar	37.4%	64.0%	224.7%	53.5%	33.7%	60.3%	67.1%
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Brüt Kar Marjı	30.1%	32.5%	29.4%	36.1%	30.3%	33.0%	33.4%
Operasyonel Gider Marjı	9.3%	8.9%	11.2%	6.6%	9.6%	7.8%	8.2%
Faaliyet Kar Marjı	20.7%	23.6%	18.2%	29.6%	20.7%	25.2%	25.2%
FAVÖK Marjı	23.7%	25.8%	20.4%	30.6%	23.0%	27.32%	26.85%
Efektif Vergi Oranı	-22.3%	10.4%	-21.4%	-34.4%	-3.7%	1.0%	-19.9%
Net Kar Marjı	38.8%	33.0%	28.4%	34.9%	27.3%	35.4%	33.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-24.0%	22.2%	2.4%	29.6%	6.3%	12.1%	16.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-50.4%	-2.6%	-18.9%	18.4%	-13.3%	-5.3%	-1.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-101%	86%	12%	97%	28%	44%	61%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	24.8%	23.8%	20.7%	12.1%	19.2%	17.0%	17.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-79.6%	-38.8%	-32.6%	-21.3%	-24.8%	-50.8%	-33.9%
<b>Nakit Akım Tablosu (milyon TL)</b>	<b>1Ç22</b>	<b>2Ç22</b>	<b>3Ç22</b>	<b>4Ç22</b>	<b>1Ç23</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-1,047</b>	<b>1,440</b>	<b>166</b>	<b>5,203</b>	<b>525</b>	<b>2,433</b>	<b>5,762</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	1,677	2,120	1,938	6,133	2,254	7,127	11,868
Amortisman ve İtfa Payları	131	137	147	174	188	432	589
İşletme Sermayesindeki Değişim	-3,475	-2,515	-2,245	-3,735	-2,059	-10,228	-11,971
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	620	1,698	326	2,631	141	5,101	5,276
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>-1,153</b>	<b>-1,607</b>	<b>-1,470</b>	<b>-1,969</b>	<b>-1,630</b>	<b>-3,506</b>	<b>-6,199</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,083	-1,539	-1,428	-2,116	-1,596	-3,433	-6,165
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-70	-68	-42	146	-34	-73	-34
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>-2,200</b>	<b>-167</b>	<b>-1,304</b>	<b>3,234</b>	<b>-1,105</b>	<b>-1,073</b>	<b>-438</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>1,809</b>	<b>143</b>	<b>357</b>	<b>1,062</b>	<b>-1,070</b>	<b>-754</b>	<b>3,371</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,809	143	357	1,215	-1,070	-651	3,524
Temettü	0	0	0	-153	0	-103	-153
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0	0	0	0
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>-337</b>	<b>66</b>	<b>-869</b>	<b>4,333</b>	<b>-2,036</b>	<b>-1,587</b>	<b>3,194</b>

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	1Ç22	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>24,419</b>	<b>27,661</b>	<b>30,051</b>	<b>38,299</b>	<b>38,572</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,154	2,223	1,352	5,687	3,649
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	9,965	11,150	12,459	14,888	13,956
Stoklar	8,813	9,955	11,432	12,593	14,509
Diğer Dönen Varlıklar	3,487	4,333	4,808	5,131	6,458
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>24,882</b>	<b>25,968</b>	<b>28,412</b>	<b>37,744</b>	<b>38,729</b>
Finansal Yatırımlar	2,150	2,160	2,160	4,288	4,288
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	240	259	272	298	306
Maddi Duran Varlıklar	3,711	4,208	4,720	6,327	6,731
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,584	2,867	3,370	3,532	4,196
Diğer Duran Varlıklar	16,198	16,474	17,889	23,298	23,208
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>49,302</b>	<b>53,629</b>	<b>58,463</b>	<b>76,044</b>	<b>77,301</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>18,028</b>	<b>19,762</b>	<b>22,427</b>	<b>29,651</b>	<b>27,095</b>
Finansal Borçlar	7,062	7,104	8,035	9,764	8,254
Ticari Borçlar	5,009	5,166	5,555	9,775	7,995
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	5,957	7,491	8,837	10,112	10,846
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>3,733</b>	<b>4,764</b>	<b>4,968</b>	<b>6,531</b>	<b>8,069</b>
Finansal Borçlar	738	1,340	960	1,070	1,789
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	2,994	3,423	4,007	5,462	6,280
<b>Özkaynaklar</b>	<b>27,541</b>	<b>29,104</b>	<b>31,069</b>	<b>39,861</b>	<b>42,137</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	27,288	28,871	30,854	39,637	41,926
Azınlık Payları	253	233	215	224	211
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>49,302</b>	<b>53,629</b>	<b>58,463</b>	<b>76,044</b>	<b>77,301</b>
Yatırım Sermayesi (İC)	36,181	38,749	42,719	50,469	54,811
İşletme Sermayesi	13,769	15,939	18,336	17,706	20,470
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	65%	66%	66%	50%	52%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükle)	11,299	12,780	14,308	12,725	16,082
Toplam Borç	7,800	8,445	8,995	10,834	10,043
Net Borç / (Nakit)	5,646	6,222	7,643	5,147	6,394
Net Borç / G12A FAVÖK	1.0	1.0	1.1	0.5	0.6
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.1	0.2
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	8,898	11,690	12,630	12,470	12,536

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

# AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporunda 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 İnternet 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.

© Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. 2020