

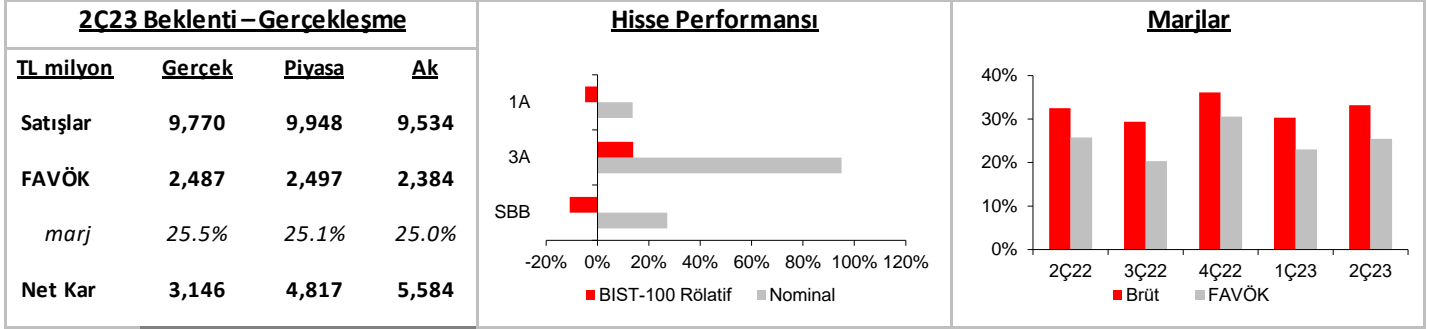
Aselsan

NötrCari Fiyat: 79,00TL
12 Aylık Hedef: 93,00TL

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

2Ç23 Bilanço Değerlendirmesi



Net kar kur farkı giderleri sebebiyle beklentilerin altında kaldı: Aselsan 2Ç23'de 3,2 milyar TL net kar açıkladı. Yıllık bazda %47 büyüme gösteren net kar, piyasa beklentisi olan 4.8 milyar TL'nin %35 altında gerçekleşti. Net kardaki negatif sapma temel olarak kur farkı giderlerinin beklentileri aşmasından kaynaklandı. Satışlar ve FAVÖK piyasa beklentilerine paralel gerçekleşti. Şirket'in cirosu yıllık %51 ile sınırlı büyüyerek 9,8 milyar TL'ye ulaştı. Satışların içerisinde ihracatın payı %16 seviyesinde gerçekleşti.

Net borç seviyesi tarihi yüksek seviyesine ulaştı: Şirket çeyreklik %61 artış ile 537 milyon USD (13,9 milyar TL) net borç raporladı. Dolar bazında Net Borç/FAVÖK rasyosu 1Ç23'teki 0,6x seviyesinden 0,9x seviyesine yükseldi. Mevcut net borç seviyesinin Aselsan için en kötü seviyeler olduğunu ve önümüzdeki dönemlerde mega proje kazanımlarından gelebilecek potansiyel avans girişleri ile Şirket'in nakit yapısını güçlendireceğini düşünüyoruz.

Yönetim 2023 yılı için büyüme beklentilerini %65 olarak güncelledi: Aselsan şirket yönetimi yıl sonu ciro artışı beklentilerini %40'tan %65'e revize etti. 2023 yılı ciro beklentimiz güncel şirket beklentileri ile paraleldir. Yönetim FAVÖK marjı beklentilerini %24 üzeri ve yatırım harcamalarını 10 milyar TL seviyesinde tutmaya devam etti.

Bakiye siparişler tarihi zirveler öncesi toparlanmaya başladı: 2Ç23'te yaklaşık 780 milyon USD proje kazanımı ile birlikte bakiye siparişler 8,2 milyar USD seviyesinden %3 artış ile 8.4 milyar USD seviyesine yükseldi. 2Ç23 sonrası yaklaşık 2,3 milyar USD proje kazanımı oldu. Yeni proje kazanımları mevcut bakiye siparişlerde ciro edinimleri hariç 10,7 milyar USD ile nominal olarak zirve seviyeye işaret ediyor.

İşletme sermayesi ihtiyaçları 9.7 milyar TL artış gösterdi: TL'nin rezerv para birimleri karşısındaki zayıf seyri ile birlikte işletme sermayesi önceki çeyreğe göre 9.7 milyar TL yükseldi. Çeyreklik serbest nakit akışı marjı negatif %51,5 ile son 5 yıllık en düşük seviyesini gördü. Şirket 2Ç23'te 5 milyar TL nakit yaktı.

Tek seferlik verginin ilk yarısı ödendi, ikinci yarısı için 12 ay taksit imkanı var: Aselsan 1.1 milyar TL tutarındaki tek seferlik verginin 550 milyon TL olan ilk yarısını ikinci çeyrekte ödedi. Geri kalan 550 milyon TL tutar için 12 ay taksit imkanı bulunuyor.

Hedef fiyatımızı 93TL, tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz: İNA bazlı modelimiz yönetimin güncel büyüme ve karlılık öngörülleri ile paraleldir. Aselsan hisseleri 2023T 10.8x, 2024T 9.0x FD/FAVÖK ile yurtdışı benzerlerine göre sırasıyla %19 ve %31 ile sınırlı iskonto ile işlem görüyor. 12 aylık hedef fiyatımızın son kapanış fiyatına sınırlı %18'lik yukarı potansiyel sunması sebebiyle tavsiyemizi "Nötr" olarak koruyoruz.

Yorum: Net karın beklentilerin oldukça altında gerçekleşmesi ve net borç seviyesinin tarihi yükseklere ulaşması sebebiyle sonuçlara piyasa tepkisinin negatif olacağını düşünüyoruz. Fakat, mega projelerin kazanımından elde edilebilecek potansiyel avanslar ile birlikte net borç ve bakiye sipariş seviyesinde önümüzdeki çeyrek önemli toparlanma bekliyoruz.

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23	2021	2022
Satış Gelirleri	6,476	6,887	17,553	8,297	9,770	10,841	18,067	20,139	35,282
Brüt Kar	2,106	2,023	6,341	2,513	3,244	3,419	5,757	6,649	11,783
Operasyonel Giderler	575	768	1,150	794	961	982	1,755	1,579	2,900
Faaliyet Karı	1,531	1,255	5,191	1,719	2,283	2,437	4,002	5,070	8,883
FAVÖK	1,669	1,402	5,365	1,907	2,487	2,705	4,394	5,502	9,472
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	835	342	-627	455	1,704	1,301	2,160	2,126	1,016
Vergi Öncesi Kar	2,367	1,596	4,565	2,174	3,988	3,738	6,162	7,196	9,899
Vergi Geliri / (Gideri)	-247	342	1,568	80	-836	59	-756	-69	1,969
Vergi Sonrası Net Kar	2,120	1,938	6,133	2,254	3,152	3,797	5,406	7,127	11,868
Azınlık Payları	-20	-18	9	-13	6	-39	-7	-3	-48
Net Kar	2,140	1,956	6,124	2,267	3,146	3,836	5,413	7,131	11,916

Büyüme (Yıllık)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23	2021	2022
Satış Gelirleri	70.4%	107.6%	78.3%	90.1%	50.9%	55.4%	66.7%	25.1%	75.2%
Operasyonel Giderler	-4.4%	111.4%	232.0%	95.1%	67.1%	13.0%	78.7%	64.0%	83.7%
Faaliyet Karı	47.0%	171.7%	78.9%	89.8%	49.1%	42.8%	64.2%	39.2%	75.2%
FAVÖK	46.3%	145%	77%	84.0%	49.0%	42.3%	62.4%	40.1%	72.2%
Net Kar	64.0%	224.7%	53.5%	33.7%	47.0%	51.1%	41.1%	60.3%	67.1%

Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23	2021	2022
Brüt Kar Marjı	32.5%	29.4%	36.1%	30.3%	33.2%	31.5%	31.9%	33.0%	33.4%
Operasyonel Gider Marjı	8.9%	11.2%	6.6%	9.6%	9.8%	9.1%	9.7%	7.8%	8.2%
Faaliyet Kar Marjı	23.6%	18.2%	29.6%	20.7%	23.4%	22.5%	22.2%	25.2%	25.2%
FAVÖK Marjı	25.8%	20.4%	30.6%	23.0%	25.5%	24.95%	24.32%	27.32%	26.85%
Efektif Vergi Oranı	10.4%	-21.4%	-34.4%	-3.7%	21.0%	-1.6%	12.3%	1.0%	-19.9%
Net Kar Marjı	33.0%	28.4%	34.9%	27.3%	32.2%	35.4%	30.0%	35.4%	33.8%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	22.2%	2.4%	29.6%	6.3%	-31.0%	3.6%	-13.9%	12.1%	16.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-2.6%	-18.9%	18.4%	-13.3%	-51.5%	-21.8%	-33.9%	-5.3%	-1.2%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	86%	12%	97%	28%	-122%	15%	-57%	44%	61%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	23.8%	20.7%	12.1%	19.2%	19.7%	24.2%	19.5%	17.0%	17.5%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-38.8%	-32.6%	-21.3%	-24.8%	-99.3%	-55.3%	-65.1%	-50.8%	-33.9%

Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23	6A22	6A23	2021	2022
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,440	166	5,203	525	-3,032	393	-2,507	2,433	5,762
Düzeltilme Öncesi Kar	2,120	1,938	6,133	2,254	3,152	3,797	5,406	7,127	11,868
Amortisman ve İtfa Payları	137	147	174	188	204	268	392	432	589
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2,515	-2,245	-3,735	-2,059	-9,703	-5,991	-11,762	-10,228	-11,971
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,698	326	2,631	141	3,315	2,318	3,456	5,101	5,276
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,607	-1,470	-1,969	-1,630	-1,996	-2,760	-3,626	-3,506	-6,199
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,539	-1,428	-2,116	-1,596	-1,929	-2,622	-3,524	-3,433	-6,165
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-68	-42	146	-34	-67	-138	-101	-73	-34
Serbest Nakit Akımı	-167	-1,304	3,234	-1,105	-5,028	-2,367	-6,133	-1,073	-438
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	143	357	1,062	-1,070	2,336	1,952	1,266	-754	3,371
Finansal Borçlardaki Değişim	143	357	1,215	-1,070	2,336	1,952	1,266	-651	3,524
Temettü	0	0	-153	0	0	0	0	-103	-153
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	66	-869	4,333	-2,036	-2,371	-271	-4,406	-1,587	3,194

Kaynak: Şirket, AK Yatırım Araştırma

Bilanço (milyon TL)	2Ç22	3Ç22	4Ç22	1Ç23	2Ç23
Dönen Varlıklar	27,661	30,051	38,299	38,572	43,290
Nakit ve Nakit Benzerleri	2,223	1,352	5,687	3,649	1,279
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	11,150	12,459	14,888	13,956	17,645
Stoklar	9,955	11,432	12,593	14,509	17,098
Diğer Dönen Varlıklar	4,333	4,808	5,131	6,458	7,268
Duran Varlıklar	25,968	28,412	37,744	38,729	45,168
Finansal Yatırımlar	2,160	2,160	4,288	4,288	4,295
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	259	272	298	306	383
Maddi Duran Varlıklar	4,208	4,720	6,327	6,731	7,413
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	2,867	3,370	3,532	4,196	4,890
Diğer Duran Varlıklar	16,474	17,889	23,298	23,208	28,187
Toplam Varlıklar	53,629	58,463	76,044	77,301	88,458
Kısa Vadeli Yükümlülükler	19,762	22,427	29,651	27,095	35,682
Finansal Borçlar	7,104	8,035	9,764	8,254	12,870
Ticari Borçlar	5,166	5,555	9,775	7,995	10,119
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	7,491	8,837	10,112	10,846	12,693
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,764	4,968	6,531	8,069	7,932
Finansal Borçlar	1,340	960	1,070	1,789	2,265
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	3,423	4,007	5,462	6,280	5,666
Özkaynaklar	29,104	31,069	39,861	42,137	44,844
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	28,871	30,854	39,637	41,926	44,628
Azınlık Payları	233	215	224	211	217
Toplam Kaynaklar	53,629	58,463	76,044	77,301	88,458
Yatırım Sermayesi (İC)	38,749	42,719	50,469	54,811	64,367
İşletme Sermayesi	15,939	18,336	17,706	20,470	24,624
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	66%	66%	50%	52%	58%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükü)	12,780	14,308	12,725	16,082	19,199
Toplam Borç	8,445	8,995	10,834	10,043	15,136
Net Borç / (Nakit)	6,222	7,643	5,147	6,394	13,857
Net Borç / G12A FAVÖK	1.0	1.1	0.5	0.6	1.2
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	11,690	12,630	12,470	12,536	16,494

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