

ASELSAN

Net kar güçlü kur farkı gelirleri sebebiyle tahminleri aştı...

Aselsan (ASELS TI) beklenenden yüksek kur farkı gelirleri nedeniyle tahminlerin %37 üzerinde TRY4,4mr net kar (ç/ç +%39, y/y +%124) açıkladı. Beklentilerin %12 üzerinde gerçekleşen gelirlere rağmen, maliyet baskıları nedeniyle FAVÖK tahminlerin %10 altında gerçekleşti (ç/ç +11%, y/y +%97) . 3Ç23'te USD2,8mr değerindeki yeni alınan sözleşmelere ilişkin kazanımlar ile satış gelirleri bir önceki çeyreğe göre %43 artarak TRY9,8mr'dan TRY14,0mr'a yükseldi. İhracatın satış gelirleri içindeki payı %16'dan %9'a geriledi.

Net borç seviyesi %6 artarak TRY14,7mr'a yükseldi: Yeni projelere ilişkin alınan avanslardaki yaklaşık USD110mn tutarındaki artışa rağmen, USD bazında yaklaşık %7 oranında artan işletme sermayesi ihtiyaçları nedeniyle net borç seviyesi USD538mn (ç/ç +%0) ile neredeyse sabit kalmıştır. Mevcut seviye, USD bazında 0,9x Net Borç/FAVÖK rasyosuna karşılık gelmekte olup, 2Ç23 ile aynı kalmıştır. Mevcut net borç seviyelerinin Aselsan için en kötü seviyeler olduğu görüşümüzü koruyor ve Şirket'in önümüzdeki dönemlerde yüksek tutarlı tahsilatların desteğiyle nakit yapısını güçlendirebileceğini düşünüyoruz.

Bakiye Siparişler USD10,8mr'a ulaştı: 3Ç23'te yaklaşık USD2,8mr değerinde yeni proje edinimi ile bakiye sipariş seviyesi yaklaşık %32 artarak USD10,8mr'a ulaştı.

Yönetim aynı beklentilerini korudu: Yönetim beklentisi 4Ç23'te TRY22,9mr ciro (y/y +%30), TRY6,8mr'ın üzerinde FAVÖK (y/y +%27) ve TRY3,5mr yatırım harcamasına işaret ediyor.

İşletme Sermayesi gereksinimleri TRY2,7mr arttı: Beklenenden daha iyi sonuçlara rağmen, TRY3mr yatırım harcaması ve işletme sermayesi ihtiyaçlarındaki TRY2,7mr tutarında artış nedeniyle Serbest Nakit Akışı TRY468mn negatif geldi.

Yorum: Güçlü sonuçlara rağmen, avanslardaki artış sınırlı kaldı. Yönetimin FAVÖK beklentisi 2023E 12.8x FD/FAVÖK'e işaret ediyor ve bu da 10 yıllık ortalamaya %10 iskontoya işaret ediyor.

Çeyrek Özet	Özet Finansallar					Beklentilerle Karşılaştırma		
	3Ç23	3Ç22	y/y	2Ç23	ç/ç	Piyasa	AK	Fark
Net Satışlar	14,000	6,887	103%	9,770	43%	12,497	14,740	12%
FAVÖK	2,758	1,402	97%	2,487	11%	3,063	3,250	-10%
FAVÖK Marjı	19.7%	20.4%	-65 bps	25.5%	-576 bps	24.5%	22.0%	-481 bps
Net Kar	4,388	1,956	124%	3,146	39%	3,195	3,530	37%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzeri Getiri
(Önceki: Nötr)

Analist: Yusuf Karagöz

yusuf.karagoz@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ASELS TI
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri
Hedef Fiyat, TL	58.60
Güncel Fiyat, TL	41.34
Getiri Potansiyeli	42%
Halka Açıklık Oranı	26%
Piyasa Değeri, mn TL	188,510
Firma Değeri, mn TL	198,953

Finansal Veriler	2022	2023T	2024T	2025T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	35,282	60,949	95,976	122,640
FAVÖK, mn TL	9,472	15,486	23,825	28,410
Net Kâr, mn TL	11,916	20,363	25,721	30,424

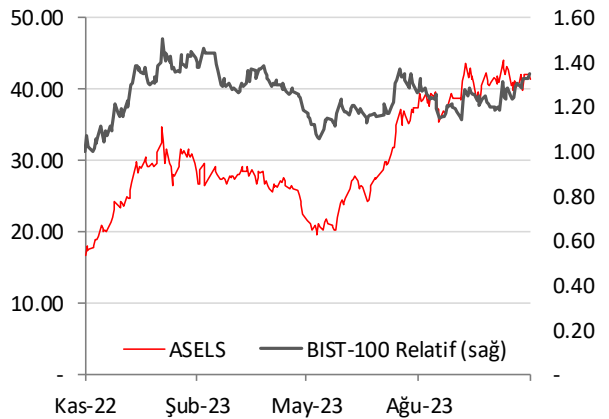
Borçluluk	2022	2023T	2024T	2025T
Net Borç, mn TL	5,147	15,063	-23,579	-22,569
Net Borç/FAVÖK	0.5	1.0	-1.0	-0.8

Kârlılık	2022	2023T	2024T	2025T
FAVÖK Marjı	26.8%	25.4%	24.8%	23.2%
Net Marj	33.8%	33.4%	26.8%	24.8%
Temettü Verimi	0.7%	0.2%	0.7%	0.9%

Büyüme	2022	2023T	2024T	2025T
Ciro, y/y	75.2%	72.8%	57.5%	27.8%
FAVÖK, y/y	72.2%	63.5%	53.9%	19.2%
Net Kâr, y/y	67.1%	70.9%	26.3%	18.3%

Değerleme Verisi	2022	2023T	2024T	2025T
F/K	5.6	9.3	7.3	6.2
FD/FAVÖK	7.1	12.9	6.7	5.7
FD/Ciro	1.9	3.3	1.7	1.3

Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	1.3%	10.8%	157.9%	33.0%
BİST-100 Relatif	12.4%	6.4%	36.6%	-2.5%
AOİH, mn TL	3,338	3,743	3,836	3,472



Piyasa verileri 31 Ekim 2023 tarihlidir.

Yakın zamanda sunulan 2024 savunma ve güvenlik harcamaları bütçe teklifinin USD bazında yıllık yaklaşık %100 artış göstermesi nedeniyle modelimizi revize ettik :

Tahmin Revizyonları									
TRY mn	Yeni			Eski			Fark		
	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T	2023T	2024T	2025T
Net Satışlar	60,949	95,976	122,640	60,220	76,178	104,488	1%	26%	17%
Büyüme %	73%	57%	28%	71%	26%	37%			
FAVÖK	15,486	23,825	28,410	15,312	19,206	24,364	1%	24%	17%
MarJ %	25.4%	24.8%	23.2%	25.4%	25.2%	23.3%	-2 bps	-39 bps	-15 bps
Net Kar	20,363	25,721	30,424	20,496	20,029	23,444	-1%	28%	30%

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Tavsiyemizi Nötr'den Endeks Üzeri Getiri'ye yükseltiyor ve 12 aylık hedef fiyatımızı TRY49,80'den TRY58,60'e revize ediyoruz. Tahminlerimiz 2023T/24T/25T USD bazlı sırasıyla 12,0x, 10,7x ve 10,4x FD/FAVÖK çarpanlarına ve benzerlerine göre sırasıyla %15, %15 ve %14 iskontoya işaret etmektedir.

Gelir Tablosu (milyon TL)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
Satış Gelirleri	6,887	17,553	8,297	9,770	14,000	17,728	32,067
Brüt Kar	2,023	6,341	2,513	3,244	3,752	5,442	9,509
Operasyonel Giderler	768	1,150	794	961	1,283	1,750	3,038
Faaliyet Karı	1,255	5,191	1,719	2,283	2,469	3,692	6,471
FAVÖK	1,402	5,365	1,907	2,487	2,758	4,107	7,153
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	342	-627	455	1,704	1,627	1,642	3,787
Vergi Öncesi Kar	1,596	4,565	2,174	3,988	4,095	5,334	10,257
Vergi Geliri / (Gideri)	342	1,568	80	-836	349	401	-407
Vergi Sonrası Net Kar	1,938	6,133	2,254	3,152	4,444	5,735	9,850
Azınlık Payları	-18	9	-13	6	57	-57	49
Net Kar	1,956	6,124	2,267	3,146	4,388	5,792	9,801
Büyüme (Yıllık)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
Satış Gelirleri	107.6%	78.3%	90.1%	50.9%	103.3%	72.2%	80.9%
Operasyonel Giderler	111.4%	232.0%	95.1%	67.1%	67.1%	42.0%	73.6%
Faaliyet Karı	171.7%	78.9%	89.8%	49.1%	96.7%	70.3%	75.3%
FAVÖK	145%	77%	84.0%	49.0%	96.8%	66.1%	74.2%
Net Kar	224.7%	53.5%	33.7%	47.0%	124.3%	84.4%	69.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	9M22	9M23
Brüt Kar Marjı	29.4%	36.1%	30.3%	33.2%	26.8%	30.7%	29.7%
Operasyonel Gider Marjı	11.2%	6.6%	9.6%	9.8%	9.2%	9.9%	9.5%
Faaliyet Kar Marjı	18.2%	29.6%	20.7%	23.4%	17.6%	20.8%	20.2%
FAVÖK Marjı	20.4%	30.6%	23.0%	25.5%	19.7%	23.17%	22.31%
Efektif Vergi Oranı	-21.4%	-34.4%	-3.7%	21.0%	-8.5%	-7.5%	4.0%
Net Kar Marjı	28.4%	34.9%	27.3%	32.2%	31.3%	32.7%	30.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	2.4%	29.6%	6.3%	-31.0%	18.5%	3.2%	0.2%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-18.9%	18.4%	-13.3%	-51.5%	-3.3%	-20.7%	-20.6%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	12%	97%	28%	-122%	94%	14%	1%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	20.7%	12.1%	19.2%	19.7%	21.3%	22.8%	20.3%
İşletme Sermayesinde Değişim / Satış Gelirleri	-32.6%	-21.3%	-24.8%	-99.3%	-19.5%	-46.5%	-45.2%
Amortisman ve İtfa Payları	147	174	188	204	290	415	682
İşletme Sermayesindeki Değişim	-2,245	-3,735	-2,059	-9,703	-2,734	-8,236	-14,495
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	326	2,631	141	3,315	587	2,645	4,043
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-1,470	-1,969	-1,630	-1,996	-3,055	-4,230	-6,681
Sabit Sermaye Yatırımları	-1,428	-2,116	-1,596	-1,929	-2,988	-4,050	-6,512
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	-42	146	-34	-67	-67	-180	-169
Serbest Nakit Akımı	-1,304	3,234	-1,105	-5,028	-468	-3,671	-6,601
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	357	1,062	-1,070	2,336	894	2,309	2,160
Finansal Borçlardaki Değişim	357	1,215	-1,070	2,336	894	2,309	2,160
Temettü	0	-153	0	0	0	0	0
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	0	0	0	0	0	0	0
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-869	4,333	-2,036	-2,371	448	-1,140	-3,958

Bilanço (milyon TL)	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23
Dönen Varlıklar	30,051	38,299	38,572	43,290	50,239
Nakit ve Nakit Benzerleri	1,352	5,687	3,649	1,279	1,727
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	12,459	14,888	13,956	17,645	20,135
Stoklar	11,432	12,593	14,509	17,098	19,759
Diğer Dönen Varlıklar	4,808	5,131	6,458	7,268	8,618
Duran Varlıklar	28,412	37,744	38,729	45,168	49,113
Finansal Yatırımlar	2,160	4,288	4,288	4,295	4,296
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	272	298	306	383	465
Maddi Duran Varlıklar	4,720	6,327	6,731	7,413	8,271
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	3,370	3,532	4,196	4,890	6,176
Diğer Duran Varlıklar	17,889	23,298	23,208	28,187	29,905
Toplam Varlıklar	58,463	76,044	77,301	88,458	99,352
Kısa Vadeli Yükümlülükler	22,427	29,651	27,095	35,682	40,073
Finansal Borçlar	8,035	9,764	8,254	12,870	14,604
Ticari Borçlar	5,555	9,775	7,995	10,119	11,824
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	8,837	10,112	10,846	12,693	13,645
Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,968	6,531	8,069	7,932	9,969
Finansal Borçlar	960	1,070	1,789	2,265	1,861
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	4,007	5,462	6,280	5,666	8,107
Özkaynaklar	31,069	39,861	42,137	44,844	49,310
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	30,854	39,637	41,926	44,628	49,025
Azınlık Payları	215	224	211	217	286
Toplam Kaynaklar	58,463	76,044	77,301	88,458	99,352
Yatırım Sermayesi (IC)	42,719	50,469	54,811	64,367	72,156
İşletme Sermayesi	18,336	17,706	20,470	24,624	28,070
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	66%	50%	52%	58%	57%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükür	14,308	12,725	16,082	19,199	23,043
Toplam Borç	8,995	10,834	10,043	15,136	16,465
Net Borç / (Nakit)	7,643	5,147	6,394	13,857	14,738
Net Borç / G12A FAVÖK	1.1	0.5	0.6	1.2	1.2
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	12,630	12,470	12,536	16,494	18,888

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 bilgiler dayanak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak 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.